

EQUITY CROWDFUNDING COMO INNOVACIÓN FINANCIERA Y TECNOLÓGICA: DEMOCRATIZACIÓN DEL ACCESO AL CAPITAL Y RETOS INSTITUCIONALES

Pablo de Andrés

Universidad Autónoma de Madrid y ECGI

Álvaro Rezola

Wixdom S.à r.l. y Universidad Autónoma de Madrid

Resumen

El *equity crowdfunding* es una innovación tecnológica que aprovecha el alcance de las redes sociales para que startups y pymes capten capital de múltiples inversores minoristas a través de plataformas digitales. Este artículo revisa la literatura reciente sobre su funcionamiento, impacto económico y retos regulatorios. Examina su potencial para democratizar el acceso a la financiación, junto con los riesgos relacionados con la fragmentación de la gobernanza y la liquidez.

Palabras clave: *equity crowdfunding*, plataformas digitales, financiación, emprendimiento, gobernanza.

Abstract

Equity crowdfunding is a technological innovation that leverages the reach of social networks to enable startups and SMEs to raise capital from multiple retail investors through digital platforms. This article reviews recent literature on its functioning, economic impact, and regulatory challenges. It examines its potential to democratize access to finance, alongside risks related to governance fragmentation and illiquidity.

Keywords: equity crowdfunding, online platforms, financing, entrepreneurship, governance.

JEL classification: 016, 031, D52, G15, G32.

I. INTRODUCCIÓN

En la última década, el desarrollo de plataformas digitales ha propiciado la aparición de nuevas formas de intermediación financiera. Entre ellas, el *equity crowdfunding* (ECF) ha cobrado una importancia creciente como mecanismo que permite a pequeñas y medianas empresas captar capital a través de la emisión de valores participativos destinados a una multitud de inversores minoristas, habitualmente sin recurrir a mercados organizados ni a intermediarios tradicionales. Esta modalidad representa una innovación tanto tecnológica como institucional, al combinar automatización de procesos, acceso abierto y estructuras contractuales novedosas (Belleflamme et al., 2014).

El interés por el ECF se ha vinculado estrechamente a su potencial para democratizar el acceso al capital, al abrir nuevas oportunidades tanto para emprendedores que tradicionalmente han enfrentado barreras financieras como para inversores no profesionales interesados en participar en fases tempranas del ciclo empresarial. Esta apertura supone una ruptura parcial con el modelo dominante de financiación a través de capital riesgo, ángeles inversores o instituciones bancarias, históricamente concentrado en determinados sectores, regiones o perfiles de promotor (Agrawal et al., 2015).

Desde la perspectiva académica, los primeros trabajos se han centrado en comprender los determinantes del éxito de las campañas: factores

como el capital social del emprendedor, la calidad de la presentación, la participación de inversores acreditados o la dinámica de la inversión temprana han sido ampliamente estudiados, especialmente desde el campo del emprendimiento y la gestión empresarial. Sin embargo, conocemos mucho menos sobre los efectos reales del ECF: cómo incide en el crecimiento de las empresas financiadas, qué implicaciones tiene para el empleo o la innovación, y qué papel puede jugar en la transformación del sistema financiero a largo plazo.

El funcionamiento del ECF está, además, condicionado por fricciones estructurales. Al operar en entornos con fuerte asimetría de información, las plataformas deben gestionar los clásicos problemas de selección adversa y riesgo moral (Akerlof, 1970; Tirole, 2006), pero también nuevas formas de externalidades informacionales y de coordinación colectiva, como ha puesto de relieve (Lambert, 2024). Los inversores observan las decisiones de otros para inferir la calidad de los proyectos (aprendizaje social), mientras que los emprendedores dependen del grado de compromiso agregado de la “multitud”, lo que genera dinámicas de red e incentivos estratégicos en el diseño de las campañas.

La evolución del ECF ha estado acompañada por reformas regulatorias significativas. En Estados Unidos, la introducción del Regulation Crowdfunding (Reg CF) tras el JOBS Act de 2012 marcó un punto de inflexión, al permitir que empresas privadas recaudaran capital público bajo ciertos umbrales y condiciones. Estudios recientes, como el de Laporte y Lester (2024), han comenzado a documentar los efectos positivos de esta modalidad sobre el empleo, la actividad empresarial y la supervivencia de las firmas beneficiarias, especialmente en regiones tradicionalmente excluidas del capital riesgo.

En Europa, la fragmentación regulatoria se ha reducido significativamente con la nueva regulación europea –el Reglamento (UE) 2020/1503 sobre proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas–, que busca armonizar el marco legal y facilitar la integración del mercado. Su implementación efectiva aún está en curso y plantea retos operativos y jurídicos para las

plataformas más pequeñas, pero supone un gran avance para el desarrollo de este mercado.

En suma, el ECF constituye una forma emergente de intermediación financiera que, si bien todavía representa una fracción modesta del mercado de capitales, puede desempeñar un papel clave en la construcción de un sistema financiero más inclusivo, eficiente y resiliente. Su análisis resulta especialmente pertinente en un contexto de transformación digital acelerada y de búsqueda de nuevos equilibrios entre regulación, innovación y protección del inversor.

El objetivo de este artículo es doble: por un lado, ofrecer un panorama estructurado del estado actual del conocimiento sobre el ECF y, por otro, identificar los principales retos regulatorios, tecnológicos y de gobernanza que deben abordarse para que esta forma de financiación cumpla su promesa de ampliar y diversificar el acceso a los recursos financieros sin comprometer la estabilidad del sistema ni la protección del inversor. A partir de esta revisión, se derivan implicaciones tanto para la investigación futura como para el diseño de políticas más adaptadas a esta nueva realidad.

II. DEL CROWDFUNDING AL EQUITY CROWDFUNDING: FUNDAMENTOS Y FRICCIONES INFORMATIVAS

El término *crowdfunding* hace referencia a un modelo de financiación participativa en el que una pluralidad de agentes contribuye económicamente al desarrollo de un proyecto, producto o empresa, generalmente a través de una plataforma digital. Este fenómeno, impulsado por la expansión de Internet y el efecto amplificador de las redes sociales, se ha ramificado en distintas modalidades según la naturaleza de la contrapartida ofrecida: donaciones, recompensas (*reward*), préstamos (*crowdlending*) o participaciones en el capital (*equity crowdfunding*).

El ECF constituye una evolución significativa dentro de este universo, al incorporar mecanismos propios del mercado de valores: emisión de participaciones empresariales (acciones, notas convertibles o participaciones preferentes), evaluación de riesgo por parte del inversor, y expectativas de

retorno económico en forma de dividendos, plusvalías o eventos de liquidez. A diferencia del capital riesgo, sin embargo, el *ECF* permite la participación de inversores no profesionales, a menudo con aportaciones mínimas y sin presencia activa en la gestión de la empresa (Hornuf y Schwienbacher, 2016).

Desde el punto de vista económico, el *ECF* se presenta como una respuesta a los fallos de mercado que dificultan el acceso al capital por parte de startups y pymes. La literatura ha identificado tres tipos de fricciones que justifican su emergencia como canal alternativo de financiación:

El primero y más clásico de estos fallos es la asimetría de información entre emprendedores e inversores, que da lugar a los conocidos problemas de selección adversa (el mercado atrae proyectos de baja calidad) y riesgo moral (los promotores pueden desviar su comportamiento una vez obtenidos los fondos) (Akerlof, 1970; Tirole, 2006). Estas fricciones, comunes en la financiación de empresas jóvenes, se ven agravadas cuando el inversor carece de experiencia, medios para hacer *due diligence*, o acceso a redes privadas de información.

A estas asimetrías clásicas se suma una segunda capa de fricciones, que Lambert (2024) denomina externalidades informacionales. En el contexto del *ECF*, los inversores no solo toman decisiones basadas en su propia información, sino que observan el comportamiento de otros para inferir la calidad de los proyectos. Esta dinámica de aprendizaje social puede dar lugar a fenómenos de *herding* (comportamiento gregario), en los que la participación temprana de otros inversores actúa como señal de validación, incluso en ausencia de fundamentos objetivos. Al mismo tiempo, la falta de inversión inicial puede actuar como señal negativa, generando cascadas de no participación.

Estas externalidades generan importantes implicaciones para el diseño de campañas y para el rol de las plataformas como emisoras de señales (Coakley *et al.*, 2022; Kleinert *et al.*, 2021; Lukkarinen y Schwienbacher, 2023): el número de inversores, el ritmo de aportaciones, la visibilidad de inversores profesionales y la narrativa de la

campaña se convierten en factores determinantes para atraer capital.

Un tercer tipo de fricción, también destacada por Lambert (2024), es la externalidad de coordinación. A diferencia de la inversión bilateral en capital riesgo, en el *ECF* el éxito de una campaña depende de alcanzar un umbral mínimo de aportaciones dentro de un tiempo limitado. Esto implica que la utilidad esperada de cada inversor depende de la participación de los demás. El resultado es un problema de coordinación colectiva con umbrales estratégicos, donde la confianza en el comportamiento agregado es clave. Esta lógica justifica el uso de reglas como todo o nada (*all-or-nothing*) o la intervención de inversores de referencia que actúan como coordinadores implícitos.

A la luz de estas fricciones, el *ECF* no puede entenderse simplemente como un mercado abierto y transparente, sino como un mecanismo híbrido en el que las plataformas desempeñan un rol crucial: seleccionan proyectos, validan información, estandarizan procesos, estructuran contratos y actúan como filtros reputacionales. Su diseño institucional influye directamente en la calidad de la inversión, en la eficiencia de asignación del capital y en la confianza del ecosistema (Belleflamme *et al.*, 2014; Estrin *et al.*, 2024).

Al mismo tiempo, la interacción entre tecnología, información y gobernanza abre nuevas preguntas sobre los límites del modelo. ¿Puede el *ECF* funcionar de manera eficiente sin mecanismos de *due diligence* profesional? ¿Qué estructuras de señalización resultan más efectivas? ¿Cómo afecta la participación de la multitud a la disciplina de mercado? En las secciones siguientes abordaremos cómo estos fundamentos se concretan en los modelos de negocio de las plataformas, en el comportamiento de los inversores y en los efectos económicos observables del *ECF* como innovación financiera.

III. PLATAFORMAS DE EQUITY CROWDFUNDING: FUNCIONAMIENTO Y MODELOS DE NEGOCIO

El *ECF* no podría entenderse sin el papel central de las plataformas digitales. Estas plataformas

—como Seedrs, CrowdCube, StartEngine o Socios Inversores, entre muchas otras— actúan como intermediarios entre emprendedores que buscan financiación y una multitud de potenciales inversores minoristas. Su función va mucho más allá de la mera conexión entre oferta y demanda de capital: operan como filtros, agregadores de información, certificadores reputacionales y, en algunos casos, como custodios de los valores emitidos.

Desde el punto de vista operativo, la actividad de una plataforma se estructura en varias fases (Kleinert et al., 2021): i) selección de proyectos; ii) presentación de campañas con información normalizada y transparente; iii) interacción entre promotores e inversores (mediante foros, actualizaciones y mecanismos de señalización); iv) recogida y formalización de inversiones, y (v) seguimiento posfinanciación. En este proceso, las plataformas despliegan diversas estrategias para gestionar los problemas derivados de la asimetría de información, intentando reducir la selección adversa y en algún caso el riesgo moral (Andrés et al., 2022).

Uno de los mecanismos más relevantes es la validación previa o *curation*, mediante la cual las plataformas aceptan únicamente una fracción de las propuestas que reciben, alrededor del 10 por ciento, tras verificar aspectos básicos de viabilidad, integridad y alineamiento estratégico. Además, muchas plataformas imponen la obligación de alcanzar un umbral mínimo de inversión comprometida (*all-or-nothing rule*), lo que incentiva campañas con mayor capacidad de movilización inicial. También se observa el uso de métricas públicas que actúan como señales sociales: número de inversores, ritmo de aportaciones, participación de inversores profesionales o institucionales, etc.

En cuanto al diseño contractual, las plataformas suelen ofrecer dos grandes modelos:

- **Modelo directo (direct shareholding):** cada inversor se convierte en accionista individual de la empresa, con los correspondientes derechos económicos y políticos. Este modelo es más transparente, pero incrementa el riesgo moral de los nuevos inversores y, a su vez, genera costes de coordinación elevados para la empresa.

- **Modelo sindicado (nominee):** los inversores adquieren títulos a través de una entidad interpuesta (la propia plataforma o un fiduciario designado), que actúa en su nombre en la gestión societaria. Este modelo simplifica la estructura accionarial y permite una representación unificada ante la empresa, concediendo más capacidad de supervisión al grupo de accionistas y así reduciendo el potencial oportunismo del empresario.

En paralelo, algunas plataformas han incorporado fórmulas híbridas, como la coinversión con fondos de capital riesgo o *business angels*, o la inversión escalonada (por tramos), combinando capital comprometido y capital abierto al público. En estos casos, la participación de inversores profesionales puede actuar como señal de calidad (*lead investor effect*), aunque también plantea el riesgo de una dependencia de sus intereses.

Desde el punto de vista del modelo de negocio, la mayoría de las plataformas obtienen ingresos a través de: comisiones sobre el capital captado, normalmente en el rango del 5-10 por 100 del total invertido; comisiones de éxito u honorarios variables según el rendimiento posterior de la inversión; y servicios adicionales, como asesoría legal, contabilidad, custodia de valores o acceso a mercados secundarios.

Cabe destacar que algunas plataformas están desarrollando mercados secundarios internos para permitir la compraventa de participaciones, aunque con muy baja liquidez hasta la fecha. Este es un paso importante hacia la profesionalización del sector, ya que ataca uno de los principales cuellos de botella del ECF: la ausencia de mecanismos claros de desinversión o salida para los inversores minoristas (Lukkarinen y Schwienbacher, 2023). Una frontera emergente es la tokenización de participaciones mediante tecnología *blockchain*, que permitiría representar derechos económicos a través de tokens transferibles. Lambert (2024) destaca que los *security token offerings (STOs)* podrían ofrecer mayor liquidez, trazabilidad y eficiencia transaccional, aunque enfrentan todavía obstáculos regulatorios y legales significativos.

En conjunto, las plataformas de *ECF* constituyen una nueva generación de intermediarios financieros digitales, que combinan funciones tecnológicas, contractuales y reputacionales. Su sostenibilidad a largo plazo dependerá de su capacidad para generar confianza, reducir los fallos de información y ofrecer valor añadido a los emprendedores, startups e inversores.

IV. FACTORES DE ÉXITO Y PERFIL DE LOS INVERSORES EN EQUITY CROWDFUNDING

La literatura empírica sobre *ECF* ha avanzado significativamente en la identificación de los factores que influyen en el éxito de las campañas de financiación. A diferencia de los mercados tradicionales, donde los procesos de *due diligence* están concentrados en unos pocos inversores profesionales, en el *ECF* las decisiones de inversión están dispersas entre cientos o miles de participantes, lo que otorga especial relevancia a las señales, las dinámicas sociales y los elementos contextuales de cada campaña.

1. Determinantes del éxito de una campaña

Uno de los primeros estudios de referencia en este campo, Mollick (2014), ya documentaba la importancia del capital social del emprendedor, la calidad del discurso narrativo y la intensidad del esfuerzo previo al lanzamiento. En la misma línea, Belleflamme *et al.* (2014) confirman que los proyectos que muestran mayor preparación *ex ante* –en términos de plan de negocio, visualización, claridad del objetivo y validación externa– tienen más probabilidades de alcanzar el umbral de financiación.

Asimismo, diversos trabajos han subrayado la relevancia de los efectos de red y la inversión temprana como mecanismos de señalización. Las campañas que logran captar un volumen inicial significativo en los primeros días tienden a generar dinámicas de cascadas informativas (Vismara, 2018), en las que los nuevos inversores interpretan la participación previa como señal de calidad (Hornuf y Schmitt, 2016). Esta dinámica puede amplificarse si existen inversores de referencia –como *business angels* o *venture capitalists*– cuya participación

es visible actuando como elemento de confianza (Coakley *et al.*, 2025).

Otro factor que incide en la probabilidad de éxito es la transparencia: tanto la calidad de la información publicada como la interacción activa con los potenciales inversores a través de foros o actualizaciones influyen positivamente en el éxito de financiación (Block *et al.*, 2018; Nguyen *et al.*, 2025). También existen evidencias sobre la importancia de la duración de la campaña, la calidad del equipo directivo de la *startup* (Coakley *et al.*, 2022), la innovación de la propuesta (Le Pendeven y Schwienbacher, 2023) y el tipo de instrumento ofrecido (acciones, notas convertibles, participación preferente, etc.).

Por último, aunque en menor medida, estudios recientes sugieren que algunos factores no económicos –como la orientación social o medioambiental del proyecto– podrían afectar al vínculo emocional y reputacional de los inversores más allá del cálculo puramente financiero, aunque hay dudas sobre la dirección del efecto (Mendoza *et al.*, 2023).

2. Perfil y comportamiento de los inversores

Los inversores que participan en campañas de *ECF* conforman una tipología muy diversa. Aunque existen minorías de inversores sofisticados o profesionales, la mayoría son inversores minoristas, con niveles variables de experiencia financiera, que aportan cantidades modestas y que, en muchos casos, realizan su primera inversión en startups a través de estas plataformas. Varios estudios (Estrin *et al.*, 2024) indican que una proporción significativa de estos inversores está motivada no solo por la expectativa de retorno económico, sino también por el deseo de apoyar iniciativas alineadas con sus valores, intereses locales o compromisos sociales. Esta combinación de motivaciones –financieras y no financieras– distingue el *ECF* de otras formas de inversión y explica que en ocasiones se caracterice como “inversión con propósito”.

No obstante, este patrón también plantea desafíos regulatorios y de protección del inversor. La dispersión de la base inversora y su escasa capacidad para ejercer control o supervisión efectiva

tras la inversión generan preocupaciones sobre la alineación de intereses y la exposición al riesgo. En este contexto, el papel de las plataformas como garantes de calidad y transparencia se vuelve crucial.

Además, se observa una tendencia creciente a la repetición de inversiones entre aquellos inversores que ya han participado previamente en campañas exitosas. Estos inversores tienden a mostrar comportamientos más racionales, mejor diversificados y menos propensos al efecto manada (Vismara, 2016).

3. Comportamiento agregado y efectos de red

El comportamiento de los inversores está profundamente influido por señales visibles, por la narrativa de la campaña y por el diseño de la plataforma. Como destaca Lambert (2024), la visibilidad del comportamiento de otros agentes genera dinámicas de agregación social que pueden amplificar o inhibir el éxito de las campañas, especialmente en fases iniciales.

Las plataformas explotan intencionalmente estos efectos: el número de inversores, la evolución temporal de las aportaciones y la participación institucional actúan como estímulos que modifican las expectativas. Este comportamiento donde cada decisión es información para los demás genera una dimensión estratégica en la inversión que se asemeja más al comportamiento en mercados financieros que a la mera lógica de micro financiación.

V. EFECTOS ECONÓMICOS REALES: CRECIMIENTO, EMPLEO Y TERRITORIO

Uno de los elementos más debatidos en torno al ECF es su capacidad para generar efectos económicos reales sobre las empresas financiadas y, por extensión, sobre el ecosistema emprendedor y el tejido productivo. Más allá del análisis de campañas individuales, es crucial comprobar si esta modalidad de financiación contribuye efectivamente al crecimiento de las startups, a la generación de empleo, a la innovación y a la descentralización del capital. Hoy en día, aunque aparecen nuevas

investigaciones sobre el particular (Basnet et al., 2025; Laporte y Lester, 2024), sabemos muy poco.

1. Impacto sobre el crecimiento y la supervivencia empresarial

Apenas hay estudios que hayan abordado el estudio del rendimiento económico de las empresas que han levantado capital a través de plataformas de ECF. Uno de los análisis más recientes (Laporte y Lester, 2024) utiliza técnicas de emparejamiento (*matching*) para comparar empresas financiadas bajo el marco regulatorio estadounidense Reg CF (Regulation Crowdfunding) con aquellas pertenecientes a un grupo de control similar.

Los resultados muestran que las empresas financiadas mediante ECF presentan una mayor tasa de supervivencia en los años posteriores a la campaña, así como un crecimiento más acelerado en empleo y actividad económica. Este efecto persiste incluso controlando por características observables previas a la campaña, lo que sugiere que el ECF actúa como un mecanismo eficaz para canalizar capital hacia proyectos viables, pero excluidos del sistema financiero tradicional.

Estos hallazgos dan fuerza a la idea de que el ECF no debe ser visto simplemente como una fuente de financiación anecdótica, sino como un instrumento que mejora el desempeño empresarial y contribuye al desarrollo de mercados de capital más inclusivos y funcionales.

2. Financiación adicional o sustitutiva

Una de las principales cuestiones empíricas es determinar si el capital captado a través de ECF es adicional al que se obtendría en ausencia de esta vía de financiación, o si simplemente sustituye otras fuentes (como *business angels*, *venture capital* o préstamos bancarios). La literatura sugiere que, en la mayoría de los casos, el ECF actúa como complemento, no sustituto, especialmente en fases muy tempranas del ciclo de vida empresarial (Signori y Vismara, 2018).

Mollick y Robb (2016) subrayan que el acceso al capital mediante crowdfunding permite a muchas

startups dar el primer paso hacia su validación de mercado, lo que puede facilitar posteriormente la captación de fondos más institucionales. En algunos ecosistemas, el ECF se ha integrado en lo que se conoce como la escalera de financiación (*funding escalator*), como paso previo o paralelo a otras fuentes más selectivas.

Además, varios estudios muestran que las campañas exitosas pueden reducir la percepción de riesgo por parte de inversores profesionales, al proporcionar evidencia pública de demanda, tracción inicial o validación social del proyecto. Este efecto es especialmente valioso para emprendedores sin redes previas o con perfiles subrepresentados en los circuitos tradicionales.

3. Impacto sobre innovación, empleo y crecimiento

Existen indicios de que el ECF contribuye al impulso de la innovación y la creación de empleo, al canalizar capital hacia startups con un perfil intensivo en conocimiento o con propuestas de valor diferenciadas. En el Reino Unido, donde se dispone de datos longitudinales relativamente amplios, varias investigaciones han documentado tasas de supervivencia y expansión superiores al promedio para las empresas financiadas vía ECF, aunque con importantes matices sectoriales y temporales.

Por ejemplo, el estudio de Estrin *et al.* (2024) muestra que, si bien alrededor del 45 por 100 de las empresas financiadas por *crowdfunding* en el Reino Unido cesan su actividad antes de cinco años, el resto tiende a experimentar crecimientos significativos en facturación y empleo, especialmente cuando han logrado captar coinversión institucional. Asimismo, algunos trabajos señalan que el ECF puede actuar como catalizador de modelos de negocio sostenibles o con impacto social, que podrían no haber sido financiados por medios tradicionales (Laporte y Lester, 2024).

En países con menor profundidad financiera, el ECF también puede jugar un papel relevante en la descentralización del acceso al capital. Aunque la concentración geográfica aún es alta, existen casos documentados en los que empresas ubicadas

fuera de los grandes polos urbanos han podido captar recursos gracias a estas plataformas, reduciendo así barreras territoriales históricas.

4. Brecha espacial y diversificación del capital

Una de las promesas más atractivas del ECF es su potencial para reducir las brechas espaciales o geográficas de acceso al capital. Mientras que el capital riesgo tiende a concentrarse en *hubs* tecnológicos y financieros (Silicon Valley, Texas, Londres, Berlín), el ECF –al operar en línea– permite financiar proyectos situados en regiones tradicionalmente excluidas del circuito de inversión.

Laporte y Lester (2024) confirman, parcialmente, esta hipótesis para el caso de Estados Unidos: las empresas ubicadas en zonas rurales o fuera de los grandes centros urbanos muestran mayores tasas de acceso a financiación tras la expansión del Reg CF. Esto sugiere que el ECF puede actuar como instrumento de integración económica, promoviendo la descentralización del emprendimiento y contribuyendo al equilibrio regional del desarrollo económico.

Por su parte, Lambert (2024) también destaca que el *crowdfunding*, en general, ha permitido visibilizar e impulsar emprendimientos que no habrían sido seleccionados por criterios tradicionales de rentabilidad esperada, lo cual abre la puerta a una mayor diversidad sectorial, demográfica y territorial en el acceso al capital.

5. Limitaciones y heterogeneidad de resultados

Pese a estas evidencias alentadoras, no puede obviarse que la contribución económica del ECF es todavía modesta en términos agregados, y que su impacto depende de múltiples factores: calidad de las campañas, diseño del marco normativo, madurez del ecosistema emprendedor y nivel de sofisticación de la base inversora. Además, los retornos financieros para los inversores minoristas siguen siendo inciertos y escasamente documentados, lo que limita su atractivo como clase de activo generalizada.

Otro aspecto a considerar es la fuerte heterogeneidad sectorial: mientras que el ECF ha mostrado

buenos resultados en sectores como servicios, tecnología digital, comercio electrónico o productos de consumo, su penetración es más limitada en industrias intensivas en capital o con altos requerimientos regulatorios.

Por último, la escasa liquidez posinversión y la dificultad de salir (*exit*) siguen siendo uno de los principales obstáculos para que el *ECF* se consolide como alternativa de financiación madura. En este sentido, la aparición de mercados secundarios o la estandarización de rondas de coinversión podrían desempeñar un papel clave en su evolución futura.

VI. RIESGOS, REGULACIÓN Y SOSTENIBILIDAD DEL MODELO

Pese a sus promesas transformadoras y su rápido desarrollo en algunos mercados, como Reino Unido y Estados Unidos, el *ECF* enfrenta una serie de retos estructurales que condicionan su capacidad para consolidarse como una fuente estable, eficiente y segura de financiación empresarial. Estos desafíos afectan tanto a los inversores como a las plataformas, y abarcan dimensiones tecnológicas, económicas, jurídicas y de gobernanza. Esta sección los analiza en tres niveles: el retorno esperado por el inversor, la viabilidad de las plataformas y el marco normativo en evolución.

1. Rentabilidad ajustada al riesgo para los inversores

Uno de los aspectos más debatidos del *ECF* es si puede ofrecer a los inversores minoristas una rentabilidad esperada que compense el elevado riesgo asumido. A diferencia de los inversores profesionales, que disponen de herramientas de evaluación y acceso directo a la empresa, el público general que participa en estas campañas carece de información privilegiada, poder de negociación o mecanismos de control efectivo. Esta situación aumenta su vulnerabilidad frente a los problemas de selección adversa y riesgo moral.

La evidencia empírica disponible aún es limitada, pero estudios como los de Signori y Vismara (2016) o Hornuf y Schmitt (2016) muestran que los

retornos para inversores minoristas en *ECF* son altamente variables y, en muchos casos, negativos, especialmente cuando se considera una cartera diversificada y se asumen tasas de fracaso realistas. En Alemania, por ejemplo, se estimó un rendimiento agregado negativo del -23 por 100 para un inversor hipotético que hubiera participado en todas las campañas entre 2011 y 2015, bajo un escenario conservador de recuperación nula tras quiebra.

Esto no implica necesariamente que el modelo sea inviable, pero sí que necesita condiciones específicas para que funcione de forma sostenible: una selección eficaz de proyectos, alineación de incentivos, posibilidad de desinversión y madurez de la base inversora.

2. Viabilidad económica y escalabilidad de las plataformas

Otro desafío importante es la sostenibilidad económica de las propias plataformas de *ECF*. Salvo excepciones como CrowdCube, Startengine, WeFunder, Republic o Seedrs, la mayoría de las plataformas operan en mercados nacionales pequeños, con escasa escalabilidad y márgenes reducidos. Muchas dependen de la captación continua de nuevos proyectos y carecen de fuentes de ingresos recurrentes poscampaña. Esta situación genera tensiones entre la necesidad de crecer y la exigencia de mantener estándares de calidad en la selección y gestión de campañas. Lambert (2024) advierte que existe un riesgo de incentivos perversos: en mercados muy competitivos, las plataformas podrían relajar sus criterios de selección para maximizar comisiones a corto plazo, socavando la credibilidad del sistema a largo plazo. Este dilema entre crecimiento y reputación es común en fases iniciales de mercados financieros emergentes.

La fragmentación regulatoria en Europa se ha reducido significativamente con el Reglamento (UE) 2020/1503 sobre proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, que busca armonizar el marco legal y facilitar la integración del mercado, si bien su implementación efectiva aún está en curso y plantea retos operativos y jurídicos para las plataformas más pequeñas.

Además, el desarrollo de mercados secundarios internos sigue siendo incipiente. La falta de liquidez impide a los inversores materializar sus ganancias y limita el atractivo del modelo como clase de activo. Una vía prometedora señalada por Lambert (2024) es la tokenización de participaciones o el uso de *blockchain* para representar y transferir derechos económicos, reducir costes de transacción y facilitar liquidez, pero aún se encuentra en fase temprana y enfrenta obstáculos legales y técnicos.

3. El papel de la regulación: entre protección e incentivo

Uno de los grandes desafíos institucionales del *ECF* es encontrar un marco regulatorio equilibrado que, por un lado, proteja al inversor y garantice la transparencia y, por otro, no frene la innovación ni imponga barreras de entrada excesivas a las empresas o a las plataformas.

En este sentido, la experiencia del *Reg CF* en Estados Unidos es ilustrativa. Laporte y Lester (2024) muestran que, pese a las limitaciones iniciales del marco (tope de 1 millón de dólares por campaña, restricciones a inversores no acreditados y empresas), el régimen logró expandir el acceso al capital y mejorar la dinámica emprendedora en zonas con escasa actividad de VC. La posterior ampliación del límite de captación a 5 millones de dólares y la simplificación de requisitos contables fueron pasos clave para su consolidación.

En Europa, el Reglamento (UE) 2020/1503 ha establecido un marco común para los proveedores de servicios de financiación participativa, con normas homogéneas sobre requisitos de capital, procedimientos de selección, transparencia y derechos del inversor. Este paso armonizador puede facilitar el desarrollo de un mercado paneuropeo de *ECF*, aunque su implementación práctica aún está en curso.

Lambert (2024) subraya que la regulación debe considerar las externalidades informacionales y de coordinación propias del modelo, fomentando reglas que refuerzen las buenas señales, reduzcan el oportunismo y alineen los incentivos entre plataformas, emprendedores e inversores.

VII. GOBIERNO CORPORATIVO, INNOVACIÓN TECNOLÓGICA Y DEMOCRATIZACIÓN DEL CAPITAL

Uno de los aspectos más novedosos del *ECF* no reside únicamente en su capacidad para canalizar recursos financieros hacia *startups*, sino en cómo está transformando las estructuras tradicionales de propiedad, control y participación en la empresa. Al incorporar a miles de inversores minoristas como accionistas –aunque sea de forma mediada o simbólica–, el *ECF* introduce nuevas tensiones y oportunidades en el campo del gobierno corporativo de las sociedades financiadas.

1. Gobierno corporativo en empresas financiadas por la multitud

El modelo clásico de gobierno corporativo, basado en una relación bilateral entre accionistas significativos y gestores profesionales (Berle y Means, 1932), entra en tensión con la lógica fragmentada y dispersa del *ECF*. En muchas campañas, los inversores no tienen participación directa en los órganos sociales, ni capacidad real de supervisión o decisión, lo que plantea dudas sobre el ejercicio de sus derechos y sobre el alineamiento de intereses a largo plazo.

La literatura especializada (Cumming *et al.*, 2021; Kourabas, 2021) ha subrayado que esta fragmentación puede generar riesgos de captura de control por parte de los emprendedores o de accionistas dominantes, especialmente cuando se utilizan instrumentos contractuales como préstamos participativos o acuerdos fiduciarios. Algunos autores proponen mecanismos de representación colectiva (como la figura del *nominee*), sistemas de voto delegado o cláusulas de información reforzada como soluciones intermedias para tener garantías mínimas sin obstaculizar la operativa societaria.

También se han propuesto mecanismos de gobernanza participativa inspirados en la lógica cooperativa o digital, como encuestas periódicas entre inversores, foros virtuales vinculantes o estructuras híbridas que combinan capital económico con capital reputacional. Si bien estas propuestas aún son marginales, abren un espacio de experimenta-

ción interesante sobre nuevas formas de relación entre capital y control.

2. Tecnología, automatización y contratos inteligentes

Desde una perspectiva tecnológica, el *ECF* representa una forma de intermediación digital de la inversión en capital, apoyada en herramientas de automatización, verificación electrónica y agregación de decisiones. En este sentido, puede considerarse una manifestación temprana de la transformación *fintech* en el ámbito de la financiación empresarial.

Algunas plataformas están explorando el uso de contratos inteligentes (*smart contracts*) para automatizar ciertas funciones clave: desembolsos condicionados, validación de hitos, distribución de dividendos o ejecución de cláusulas de salida. Del mismo modo, la tokenización de participaciones societarias mediante tecnología *blockchain* podría permitir una mayor liquidez en mercados secundarios, reducir costes transaccionales y mejorar la trazabilidad de la propiedad.

No obstante, la integración de estas tecnologías aún presenta importantes barreras legales, especialmente en cuanto a la validez jurídica de los tokens representativos de derechos económicos, la protección del inversor y la supervisión de mercados privados digitales. La experimentación en entornos regulatorios controlados (*regulatory sandboxes*) puede facilitar la adaptación institucional a estas innovaciones sin comprometer la estabilidad ni la confianza del sistema.

3. ¿Democratización efectiva o elitismo digital?

Una de las narrativas más recurrentes sobre el *ECF* es su capacidad para democratizar el acceso al capital, tanto desde el lado de la oferta (emprendedores) como de la demanda (inversores). Desde esta perspectiva, el *ECF* permitiría a proyectos excluidos del circuito tradicional –por razones de localización, sector o modelo de negocio– obtener financiación, al mismo tiempo que abriría al público general el acceso a una clase de activo históricamente reservada a inversores cualificados.

La evidencia disponible es mixta. Por un lado, se observa una mayor diversidad geográfica y sectorial en los proyectos financiados, así como una relativa apertura hacia inversores con menor patrimonio, especialmente en plataformas que permiten entradas desde 10 o 50 euros. Por otro lado, el perfil típico del inversor sigue siendo hombre, de edad media y con estudios superiores, lo que sugiere que aún existe una brecha digital y de información que limita el acceso universal (Hervé *et al.*, 2017).

Además, cabe preguntarse si esta democratización es sustantiva o meramente formal: si los inversores minoristas tienen voz y capacidad de influencia real, o si su rol se limita a aportar capital sin participación efectiva. La tendencia a la concentración del control, la escasa liquidez y la dificultad de comprender los riesgos reales hacen necesario repensar las condiciones institucionales para una participación más equitativa y responsable.

VIII. LA REALIDAD DEL EQUITY CROWDFUNDING EN ESTADOS UNIDOS: VOLUMEN DE MERCADO

Por último, mostramos algunos datos extraídos de EDGAR y del agregador de información Wixdom (<https://www.wixdom.io>) para tener una idea de la magnitud del *equity crowdfunding* en Estados Unidos, tanto en número de operaciones como en capital recaudado. Desde el comienzo de la industria en 2016 y hasta mediados de 2025 (ver gráfico 1), el número de rondas de *equity crowdfunding* en Estados Unidos ha mostrado una trayectoria claramente ascendente, pasando de apenas unas pocas decenas por trimestre a un pico en 2021 con más de 500 operaciones por trimestre. En 2023 y 2024 las cifras se mantienen en torno a las 400 operaciones por semestre. Esta evolución pone de manifiesto la consolidación del canal como vía de financiación alternativa para *startups*, especialmente en el periodo pospandemia.

En cuanto a la tasa de éxito, definida como el porcentaje de campañas que logran su objetivo de financiación, esta se ha mantenido de forma sostenida en un rango moderadamente bajo, entre el 15 y el 25 por 100 (ver gráfico 2). Esta proporción

GRÁFICO 1
RONDAS DE EQUITY CROWDFUNDING EN ESTADOS UNIDOS POR MES

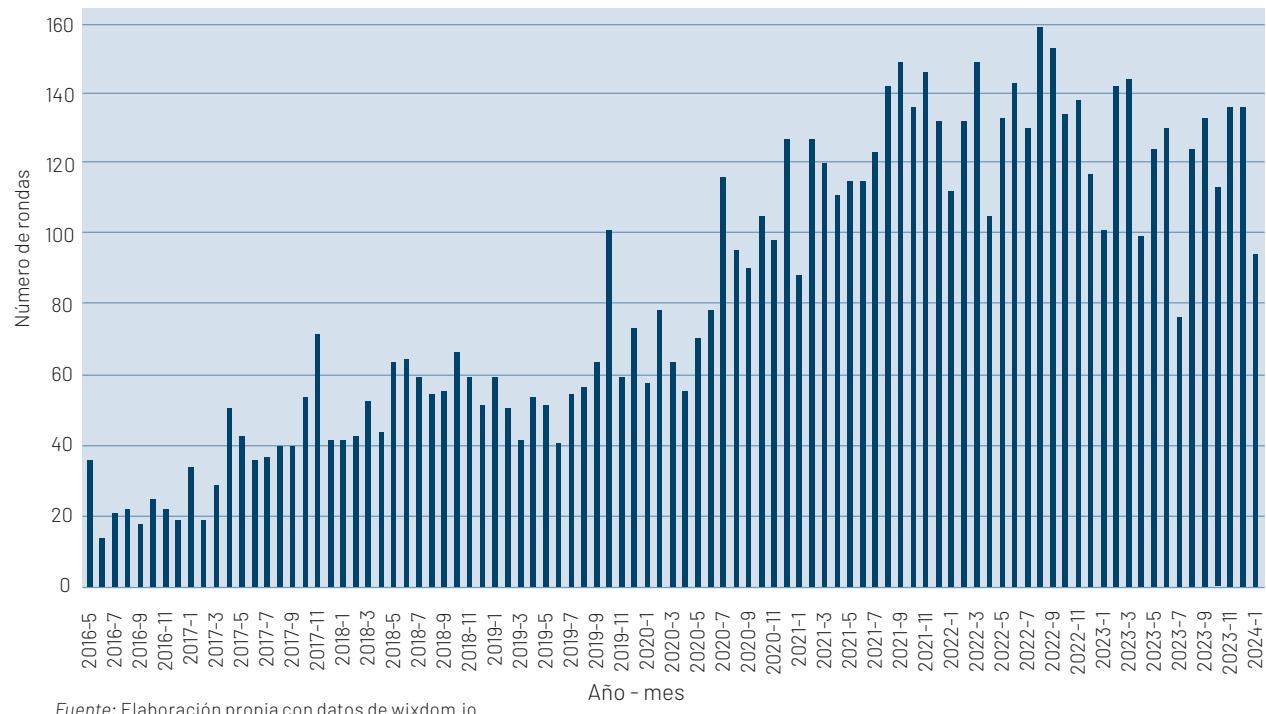


GRÁFICO 2
OPERACIONES Y ÉXITO DEL EQUITY CROWDFUNDING EN ESTADOS UNIDOS

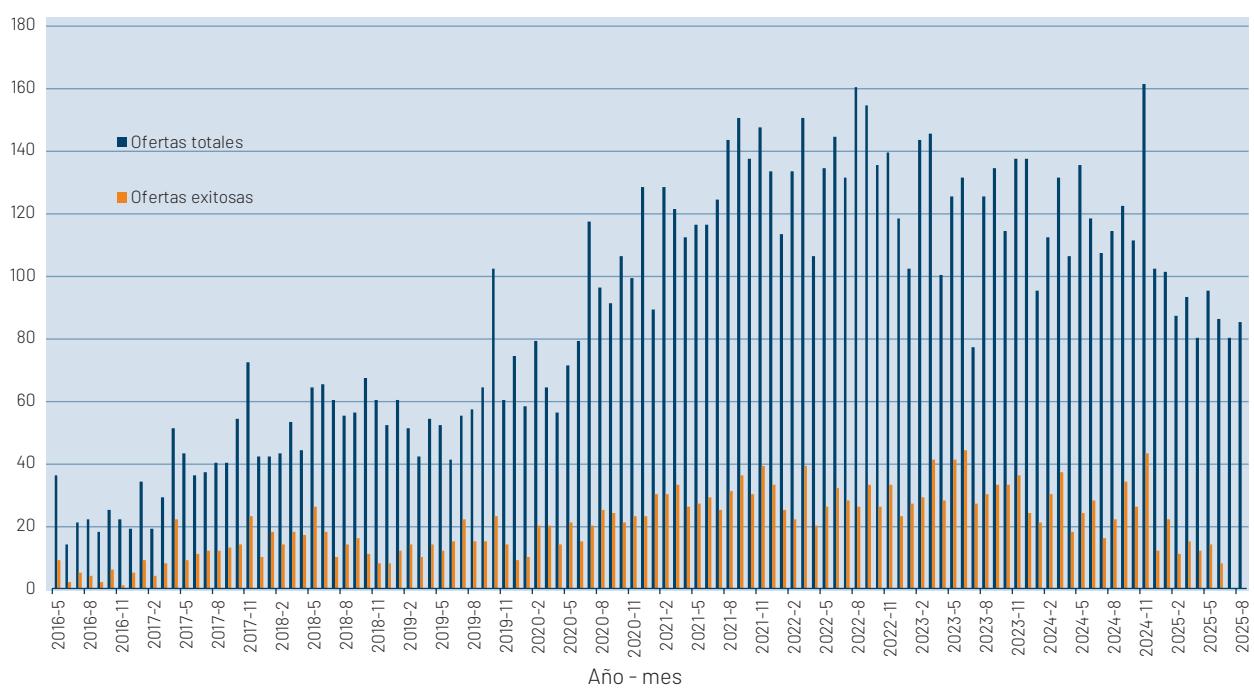
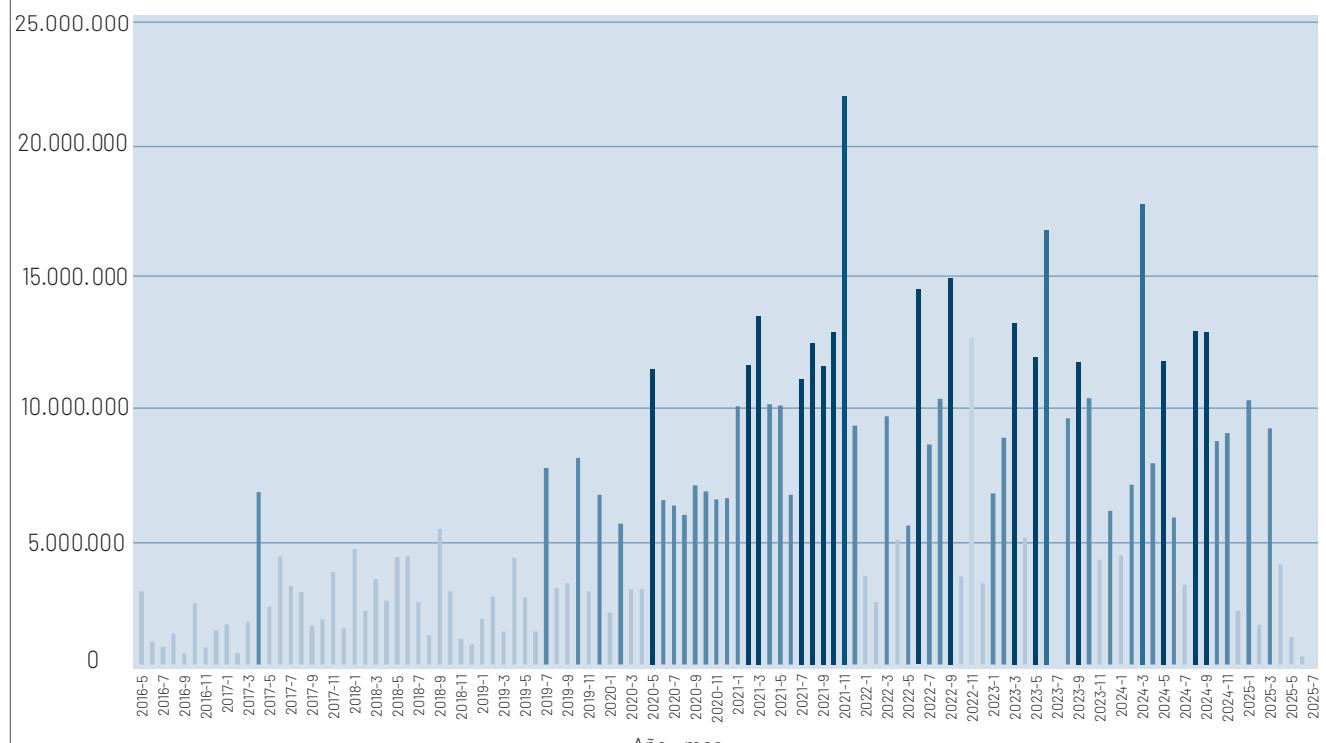


GRÁFICO 3

IMPORTE LEVANTADO EN LAS RONDAS DE EQUITY CROWDFUNDING EN EE. UU.



Fuente: Elaboración propia con datos de wixdom.io.

sugiere que el mercado es altamente competitivo y que muchas campañas no alcanzan sus metas. Pese a ello, el número absoluto de campañas exitosas también ha crecido con el tiempo, lo que indica que, en términos agregados, el canal sí está facilitando el acceso al capital para un número creciente de startups.

Por último, en cuanto al dinero levantado (ver gráfico 3), las rondas fueron modestas al inicio, pero a partir de 2019 y sobre todo en 2020-2023 se dispararon, alcanzando picos de más de 20 millones de dólares en meses puntuales como noviembre de 2021 o julio de 2023 (récord con 26,8 millones). En los años más recientes, 2024 y 2025, los datos presentan una mayor volatilidad: algunos meses muestran cifras muy altas, mientras que otros parecen desplomarse. Este comportamiento se explica en gran parte porque muchas operaciones permanecen abiertas, lo que hace que las estadísticas todavía no reflejen la realidad final.

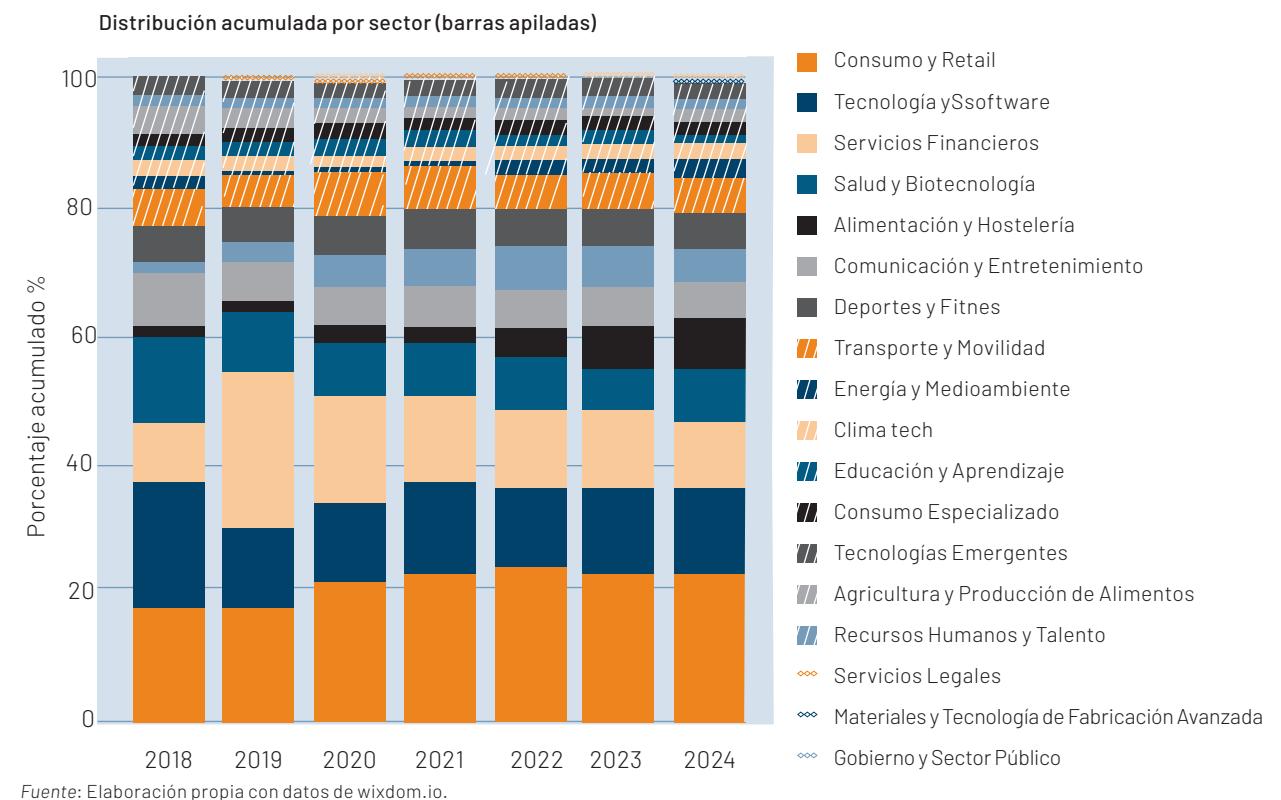
En fin, en conjunto los datos confirman una cierta consolidación del equity crowdfunding como vía de financiación alternativa en Estados Unidos, aunque con ciclos muy marcados y dependientes tanto de la coyuntura económica como del estado de las rondas activas.

IX. LA REALIDAD DEL EQUITY CROWDFUNDING EN ESTADOS UNIDOS: CLASIFICACIÓN SECTORIAL

Un aspecto clave para comprender la realidad del equity crowdfunding es la forma en que se distribuyen las operaciones por sectores económicos. En lugar de recurrir a clasificaciones tradicionales como los códigos SIC o NAICS —que responden a lógicas de industrias consolidadas, pero no reflejan bien las dinámicas de las startups—, en este estudio se incluye un sistema preliminar de clasificación automatizado que se adapta mejor a las tendencias modernas del emprendimiento digital y tecnoló-

GRÁFICO 4

EVOLUCIÓN ACUMULADA DE LA DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE OPERACIONES (2018-2024)



gico. El objetivo es construir una taxonomía más representativa de la economía emergente, capaz de captar industrias como Climate Tech, Inteligencia Artificial, PropTech o Cannabis & Hemp, que no aparecen con claridad en las clasificaciones clásicas.

9.1. Generación de embeddings y taxonomía sectorial

La representación semántica de las operaciones se construyó con embeddings de OpenAI (algoritmo text-embedding-3-large), posteriormente reducidos en dimensionalidad mediante UMAP y agrupados con HDBSCAN. Este procedimiento inicial identificó 17 clústeres principales (por ejemplo: Artificial Intelligence, Fintech, Medical Technology, Gaming & Interactive Entertainment).

Dado que algunas industrias quedaban poco representadas por la escasez de repeticiones en las descripciones, se incorporó una revisión manual y

se añadieron categorías críticas como Renewable Energy, Electric Vehicles, EdTech, Cannabis & Hemp o Advanced Materials. El resultado fue una taxonomía final compuesta por 44 categorías agrupadas en 19 sectores principales.

9.2. Resultados de la clasificación sectorial

El sistema de similitud coseno permitió asignar cada operación a su sector más cercano. En términos agregados, los datos de Estados Unidos muestran que los sectores más representados son:

- Consumo y Retail: 23,1 por 100
- Tecnología y Software: 13 por 100
- Servicios Financieros: 10,4 por 100
- Salud y Biotecnología: 9 por 100

Otros sectores con peso relevante son Alimentación y Hostelería (7,4 por 100), Inmobiliario y Propiedad (6 por 100) y Comunicación y Entretenimiento (6,1 por 100). En contraste, sectores como Gobierno y Sector Público (0,2 por 100) o Servicios Legales (0,3 por 100) apenas agrupan unas pocas compañías.

- Al desglosar los sectores principales en subcategorías, se observa lo siguiente:

- En Consumo y Retail, destacan Alimentación y Bebidas (11,6 por 100) y Bebidas Artesanales (5,8 por 100).
- En Servicios Financieros, las Plataformas de Inversión concentran un 7,8 por 100, frente al 2,5 por 100 de Fintech.
- En Tecnología y Software, los subsectores más representativos son Inteligencia Artificial (5,8%), Software y Plataformas (3,5 por 100) y Videojuegos & Entretenimiento Interactivo (2 por 100).
- En Salud y Biotecnología, aparecen ramas como Tecnología Médica (3,5 por 100) y Salud Digital (3,3 por 100).

9.3. Dinámica temporal de la inversión a través del ECF

El análisis de la evolución entre 2018 y 2024, representado en una figura de barras apiladas (gráfico 1), muestra lo siguiente:

- Consumo y Retail incrementa de manera sostenida su peso relativo.
- Servicios Financieros pierden protagonismo a lo largo del período.
- Tecnología y Software y Salud y Biotecnología mantienen una presencia estable con ligeras variaciones.

Los sectores minoritarios (como Gobierno y Sector Público, Servicios Legales, Materiales y Tecnologías de Fabricación Avanzada) no generan cambios significativos en la composición global.

En conjunto, este análisis confirma que el equity crowdfunding en Estados Unidos no solo ha crecido en volumen de operaciones y capital levantado, sino que además refleja un perfil sectorial alineado con las tendencias tecnológicas y de consumo emergentes. Dicho perfil sería difícilmente captado mediante clasificaciones económicas tradicionales.

X. CONCLUSIONES Y AGENDA DE INVESTIGACIÓN

El ECF representa una de las transformaciones más significativas en la financiación empresarial de la última década. Al permitir que emprendedores capten capital de una multitud de inversores a través de plataformas digitales, este modelo ha abierto nuevas vías de acceso al capital, especialmente para startups innovadoras, y ha generado expectativas en torno a su potencial democratizador al ofrecer a los minoristas acceso a las oportunidades de inversión. A lo largo de este artículo hemos revisado la evolución del fenómeno, sus fundamentos operativos, la evidencia empírica sobre sus efectos, así como los riesgos y desafíos que enfrenta.

En términos positivos, el ECF ha contribuido a ampliar el espectro de empresas financiables, ha generado nuevas dinámicas de validación social y ha introducido innovaciones tecnológicas que pueden transformar la relación entre capital y emprendimiento. También ha permitido que un público más amplio acceda a oportunidades de inversión que antes estaban reservadas a actores sofisticados o institucionales.

Sin embargo, su consolidación como mecanismo estable y sostenible de financiación requiere abordar varias limitaciones: la rentabilidad ajustada al riesgo para los inversores minoristas es aún incierta; las plataformas enfrentan dificultades para escalar y ofrecer liquidez; y el marco normativo, aunque en evolución, debe encontrar un equilibrio adecuado entre protección e incentivos.

Desde la perspectiva de política pública, el ECF debe ser valorado no solo como instrumento financiero, sino también como dispositivo institucional para promover la innovación, la inclusión y la descentralización económica. En este sentido, el de-

sarrollo de marcos regulatorios proporcionales, la estandarización de prácticas de gobernanza participativa, el fomento de mercados secundarios confiables y la promoción de la educación financiera de los inversores son pilares clave para su consolidación.

En términos de investigación, se abre una agenda amplia que incluye al menos las siguientes líneas:

- Análisis longitudinal del desempeño empresarial y de los retornos para el inversor en distintas plataformas y marcos regulatorios.
- Exploración del impacto de la tecnología en la gobernanza y el diseño contractual, incluyendo el potencial de nuevas tecnologías (*blockchain, smart contracts, IA*) en la evolución del modelo.
- Efectos redistributivos, de inclusión financiera y de origen socioeconómico.
- Análisis comparado del impacto del *ECF* en distintas jurisdicciones y marcos regulatorios.

En definitiva, el *ECF* no debe entenderse solo como una moda pasajera o como una versión digital del capital- riesgo tradicional. Constituye, en cambio, una innovación institucional compleja que reconfigura el vínculo entre ahorro e inversión, entre tecnología y confianza, entre lo individual y lo colectivo en la financiación empresarial. Su futuro dependerá de nuestra capacidad colectiva para comprender sus dinámicas, mitigar sus riesgos y aprovechar sus oportunidades.

BIBLIOGRAFIA

- Agrawal, A., Catalini, C., y Goldfarb, A. (2015).** Crowdfunding: Geography, social net- works, and the timing of investment decisions. *Journal of Economics & Management Strategy*, 24(2), 253-274.
- Akerlof, G. A. (1970).** The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Andrés, P. d., Correia, R., Rezola, A., y Suárez, N. (2022).** The role of funding portals as signaling offering quality in investment crowdfunding. *Finance Research Letters*, 46(Part A), 102355. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102355>
- Basnet, A., Blomkvist, M., y Lazos, A. (2025).** When Sustainability Meets Equity Crowdfunding: The Role of Green Ventures in Job Creation [Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=5169774>]. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5169774>
- Belleflamme, P., Lambert, T., y Schwienbacher, A. (2014).** Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585-609.
- Berle, A. A., y Means, G. C. (1932).** *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan.
- Block, J., Hornuf, L., y Moritz, A. (2018).** Which updates during an equity crowdfunding campaign increase crowd participation? *Small Business Economics*, 50, 3-27. <https://doi.org/10.1007/s11187-017-9876-4>
- Coakley, J., Cumming, D. J., Lazos, A., y Vismara, S. (2025).** Lead Investor Nominee in Equity Crowdfunding. *British Journal of Management*, 33, 286-305. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12918>
- Coakley, J., Lazos, A., y Liñares-Zegarra, J. M. (2022).** Equity Crowdfunding Founder Teams: Campaign Success and Venture Failure. *British Journal of Management*, 33, 286-305. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12494>
- Cumming, D. J., Vanacker, T., y Zahra, S. A. (2021).** Equity Crowdfunding and Governance: Toward an Integrative Model and Research Agenda. *Academy of Management Perspectives*, 35, 69-95. <https://doi.org/10.5465/amp.2017.0208>
- Estrin, S., Khavul, S., Kritikos, A. S., y Löher, J. (2024).** Access to digital finance: Equity crowdfunding across countries and platforms. *PLoS ONE*, 19(1), e0293292. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0293292>
- Hervé, F., Manthé, E., Sannajust, A., y Schwienbacher, A. (2017).** Determinants of Individual Investment Decisions in Investment-Based Crowdfunding [With the support of the CME Group Foundation]. *Second Annual Conference*

- on Alternative Finance, The Cambridge Centre for Alternative Finance. <https://hal.science/hal-01578576>
- Hornuf, L., y Schmitt, M. (2016).** Success and Failure in Equity Crowdfunding. *CESifo DICE Report*, 14(2), 16-22.
- Hornuf, L., y Schwienbacher, A. (2016).** Should securities regulation promote equity crowdfunding? *Small Business Economics*, 49(3), 579-593.
- Kleinert, S., Bafera, J., Urbig, D., y Volkmann, C. K. (2021).** Access Denied: How Equity Crowdfunding Platforms Use Quality Signals to Select New Ventures. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 46(6), 1626-1657. <https://doi.org/10.1177/10422587211011945>
- Kourabas, S. (2021).** Corporate governance implications of equity crowdfunding. *Australian Journal of Corporate Law*, 36(2), 166-187.
- Lambert, T. (2024).** The Rise of Crowdfunding. *Annual Review of Financial Economics*, 16, 1-25.
- Laporte, S., y Lester, B. (2024).** U.S. Equity Crowdfunding: Real Effects of Financing Small Entrepreneurs. *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper*.
- Le Pendeven, B., y Schwienbacher, A. (2023).** Equity Crowdfunding: The Influence of Perceived Innovativeness on Campaign Success. *British Journal of Management*, 34, 280-298. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12585>
- Lukkarinen, A., y Schwienbacher, A. (2023).** Secondary market listings in equity crowdfunding: The missing link? *Research Policy*, 52(1), 104648.
- Mendoza, C., Parra, I. M., Rezola, A., y Suárez, N. (2023).** Investment crowdfunding has little faith in sustainability! At least for the moment. *Venture Capital*, 25(1), 91-115.
- Mollick, E. (2014).** The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16.
- Mollick, E., y Robb, A. (2016).** Democratizing Innovation and Capital Access: The Role of Crowdfunding. *California Management Review*, 58(2), 72-87.
- Nguyen, T., Guo, J., Dao, D., Nguyen, F., y To, B. (2025).** The Dynamics of Investor Sentiment Impacts in Equity Crowdfunding: Unveiling the When. *British Journal of Management*, 36, 423-442. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12854>
- Signori, A., y Vismara, S. (2016).** Returns on Investments in Equity Crowdfunding. *Journal of Corporate Finance*, 45, 545-566.
- Tirole, J. (2006).** *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press.
- Vismara, S. (2016).** Equity retention and social network theory in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, 47(3), 579-590.
- Vismara, S. (2018).** Information Cascades among Investors in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 42(3), 467-497. <https://doi.org/10.1111/etap.12261>.