

DOCUMENTO DE CONSULTA

Alternativas de regulación del crowdfunding

Agosto de 2016

Contenido

1. Introducción
2. Consideraciones generales
3. Beneficio y riesgos de la actividad
4. Tendencias regulatorias
5. Reflexiones para el caso Colombiano
6. Bibliografía
7. Anexo

1. Introducción

Cada vez toma mayor fuerza la adopción global de esquemas de innovación tecnológica para el ofrecimiento de servicios financieros y otros conexos a éstos¹. Esta tendencia conocida como fintech ha permitido generar y acceder a más información de los agentes, reducir la escala de costos operativos y acelerar la profundización financiera en general.

Una de las áreas de mayor desarrollo del fintech ha sido un modelo de financiación conocido como crowdfunding o marketplace lending. Originalmente se limitaba a modelos de donación o recompensa de iniciativas sociales o artísticas pero luego se desarrollaron esquemas financieros, específicamente de préstamos, tanto a personas (P2P) como a empresas (P2B), y de valores especialmente de acciones (equity crowdfunding) para financiar proyectos productivos. Hoy se estima que existen más de 2000 plataformas en funcionamiento en el mundo y el saldo de la financiación alcanza un total de USD\$34.4 billones en 2015, dos veces el monto observado en 2014.

El presente estudio busca conocer las características y estándares de funcionamiento del crowdfunding financiero, los diferentes modelos de negocio y los actores involucrados en esta actividad. Adicionalmente se caracterizan los beneficios y riesgos así como las prácticas de negocio adoptadas por la industria para mitigar los mismos. Igualmente el estudio describe las tendencias regulatorias de esta actividad y profundiza en los estándares adoptados en materia de deberes, prohibiciones y límites para inversionistas, emisores y plataformas.

A partir de una revisión internacional se plantean algunas reflexiones sobre la actividad de crowdfunding en el marco de la regulación financiera colombiana y se describe una alternativa de regulación para el desarrollo del crowdfunding en el país.

Mediante la publicación de este documento se busca la opinión del público sobre la actividad de crowdfunding financiero y las reflexiones y alternativa de regulación de esta actividad propuesta para el caso colombiano. Favor enviar sus comentarios y sugerencias antes del 9 de septiembre de 2016 a los correos amprieto@urf.gov.co y emartine@urf.gov.co.

2. Consideraciones generales

a. Definición

El término crowdfunding se refiere al uso de pequeñas cantidades de recursos de varios individuos para donar o financiar, usualmente sin colateral, proyectos, negocios o actividades personales, a

¹ Estudios recientes identifican 11 clusters de innovación financiera en las áreas de pagos, seguros, préstamos, administración de portafolios e infraestructura. Ver: WEF (2015)

través de una plataforma con conexión a internet. La plataforma se encarga principalmente de seleccionar y publicar los proyectos.

Existen cuatro categorías de crowdfunding: donación, recompensa, préstamo y de acciones. Los dos primeros se conocen como modelos comunitarios de crowdfunding en los que el dinero recaudado se destina a un proyecto social o para prepagar un producto o incluso un objeto artístico². Por su parte, el modelo de préstamo, conocido como crowdfunding lending y el de acciones, generalmente llamado equity crowdfunding³, son esquemas financieros en los que el inversionista espera un retorno por su inversión. El presente estudio se enfoca en los esquemas financieros de crowdfunding.

El crowdfunding financiero surgió a comienzos de la década del 2000 como un mecanismo de financiación de pequeñas y medianas empresas incluidos los emprendimientos. Las primeras plataformas se basaban en modelos de préstamo a personas naturales (peer to peer o P2P) y préstamo a empresas (peer to business, P2B), usualmente unipersonales o microempresas. En ambos casos, el inversionista entrega recursos y en contraprestación recibe el pago de interés y el capital inicial.

Con el tiempo y, originalmente en Europa, se generó un modelo de financiación de crowdfunding basado en acciones. Bajo este esquema, el inversionista aporta recursos con el fin de adquirir una participación en la propiedad de la empresa receptora. En este caso, el inversionista recibe un retorno en forma de dividendo el cual depende del éxito del negocio.

b. Tamaño de la industria de crowdfunding

La industria de crowdfunding ha demostrado un gran potencial. De acuerdo con IOSCO (2014) la financiación a través del esquema de préstamo alcanzó un volumen de USD\$6.4 billones en 2013, concentrado especialmente en Estados Unidos, China y el Reino Unido.

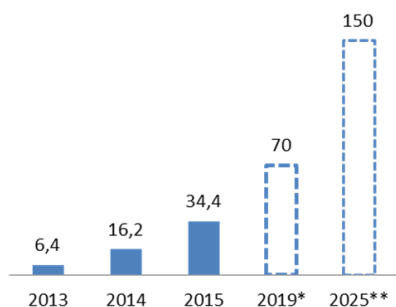
Informes más recientes muestran que en 2015 el saldo total de crowdfunding ascendió a USD\$34.4 billones, el doble del valor registrado en 2014 (NCFA, 2015). Se estima que sólo el volumen de préstamos podría crecer a USD\$70 billones en 2019 (IOSCO, 2014) y hasta USD\$150 billones en 2025 (PWC, 2015) (gráfico 1).

² Un ejemplo de esta categoría es el caso de Doublefine, una empresa que en 2012 lanzó una campaña a través de la plataforma Kickstarter en Estados Unidos para financiar la creación de un video juego llamado Broken Age. La meta era recolectar USD\$400.000 en 32 días y como recompensa se ofrecía la entrega temprana de una copia del juego. Doublefine alcanzó la meta en 8 horas y al finalizar los 32 días recaudó un monto de USD\$3.3 millones de más de 80 mil donantes con aportes de USD\$40 en promedio. Ver: <https://www.kickstarter.com>

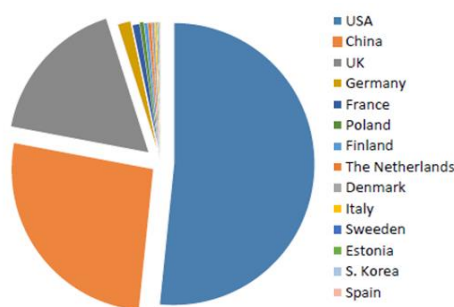
³ Un ejemplo de esta categoría es el caso de la aplicación tecnológica JustPark en Londres, la cual logró recaudar \$3,7 millones de euros a través de la plataforma Crowdcube en el Reino Unido. En la financiación participaron 2916 personas de varios países que adquirieron el 16% de la compañía en 34 días. Ver: www.justpark.com

Gráfico 1. Tamaño de la industria de crowdfunding en el mundo.

**Monto crowdfunding financiero
(USD\$ Billones)**



**Distribución geográfica crowdfunding
financiero (2013)**

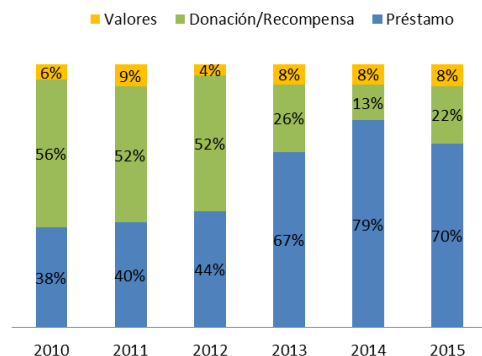


Fuente: NCFA (2015), *IOSCO (2014) y **PWC (2015). Cálculos propios.

Al desagregar por categoría, las cifras disponibles indican que el préstamo se ha convertido en el principal modelo de crowdfunding, mientras que la donación y la recompensa han disminuido su participación. La categoría de equity se mantiene alrededor de un 8% del total (gráfico 2).

Cifras al 2015 indican que alrededor de 140 mil mipymes en las Américas han accedido a financiación a través del crowdfunding, más del 98% lo he hecho específicamente a través del esquema de crédito (Wardrop R. *et al.*, 2016). Y en cuanto al número de plataformas, los reportes sobre la industria también reflejan una expansión considerable. En 2012 existían 450 portales de crowdfunding activos en el mundo (Massolution, 2012) y hoy ya habría más de 2000 (Huffpost, 2015) de los cuales la mayoría están ubicados en Europa (48%) y Estados Unidos (30%) (CMF, 2015).

Gráfico 2. Composición de la industria de crowdfunding según categoría.



Fuente: Wilson K. *et al.* (2014), CMF (2015) y NCFA (2015). Cálculos propios.

Por lo general las plataformas limitan su actuación al país de origen, sin embargo, hay algunas que permiten la entrega de recursos de diferentes regiones. Un ejemplo es Indiegogo, que hoy tiene cobertura en 223 países.

Pese a que la actividad de crowdfunding está en un estado inicial de desarrollo y en algunos países como Estados Unidos, representa menos del 2% de la cartera bancaria (Wardrop R. *et al.*, 2016), las cifras descritas en este documento reflejan que estos esquemas de financiación han logrado una dinámica importante.

c. Modelos de negocio

Generalmente las plataformas de crowdfunding ofrecen los servicios de recepción, selección y publicación de proyectos empresariales o personales que buscan financiación y en algunos casos prestan servicios de cobranza. Funcionan como una red social donde demandantes y oferentes comparten información, publican sus propios análisis de los proyectos, generan diálogos y califican su experiencia.

Uno de los principales valores agregados de la plataforma es la selección de proyectos. Inicialmente esta labor se realizaba mediante análisis de los reportes en las centrales de información (SEC, 2008), pero con el tiempo han sofisticado sus modelos de riesgo incluyendo algoritmos novedosos basados en big data. Hoy su evaluación de riesgo se nutre de información sociodemográfica, pago de servicios públicos, calificaciones académicas y hasta información de redes sociales para identificar potenciales deudores. En el caso de préstamos a empresas, la evaluación incluye además un estudio sobre la viabilidad del proyecto o emprendimiento.

A partir de este análisis, se publica una calificación de riesgo propia y una descripción de los principales criterios tenidos en cuenta en el estudio, con lo cual se busca facilitar la toma de decisión del inversionista (Akkizidis y Stagars, 2016). Producto del análisis, la plataforma igualmente decide el monto máximo de recursos a recaudar por proyecto y el plazo del crédito. Por lo general, una vez alcanzada la meta máxima de recaudo, se cierra la convocatoria⁴, se genera una obligación contractual entre el solicitante y el inversionista y se procede a entregar los recursos al deudor o emisor correspondiente. Todos los pagos implícitos en la operación son realizados a través de medios electrónicos, lo que implica que los participantes deben tener acceso a una cuenta bancaria o un producto transaccional.

La principal fuente de ingresos de las plataformas proviene del cobro de una comisión fija que se cobra tanto a los deudores como a los inversionistas. En el primer caso, la tarifa puede oscilar entre el 1% y el 6%, dependiendo del nivel de riesgo del deudor y el plazo de la financiación y solo se genera una vez la totalidad de recursos son entregados al solicitante. En el caso del inversionista, éste debe pagar una suscripción periódica al portal y una comisión de hasta 3% al momento de realizar la inversión efectiva.

⁴ Algunas plataformas permiten recaudar fondos adicionales a la meta fijada inicialmente. Ver: Belleflamme *et. al.*, 2015).

En todo caso, existen diferentes modelos de negocio de crowdfunding financiero en el mundo. Sus diferencias dependen de la categoría (préstamos o valores) y de la regulación del país en el que se sitúe la plataforma, lo que incide en el alcance de cada una de las actividades que puede adelantar la plataforma. En esta sección se describen los esquemas de operación más recurrentes en la industria.

1. Esquemas de crowdfunding de préstamo

i. Modelo de cuentas separadas

El modelo de negocio de crowdfunding de préstamo tradicional se conoce como cuentas separadas. Funding Circle en el Reino Unido y España es una de las plataformas de mayor tamaño que opera bajo este estándar.

En este caso la plataforma evalúa el perfil de riesgo de los proyectos y publica únicamente aquellos que obtienen una calificación de riesgo adecuada según sus criterios y metodologías. Los inversionistas revisan la información revelada por la plataforma y toman su decisión de inversión diversificando su contribución en varios proyectos.

La inversión es depositada directamente en las cuentas bancarias de los proyectos, las cuales son individuales, separadas y depositadas en establecimientos bancarios. En ese sentido la plataforma no gestiona ni administra recursos.

Algunas variaciones a este modelo se han presentado en las plataformas que operan en China. En ese país los portales evalúan el perfil de riesgo de los proyectos de forma presencial, asignan de forma automática la diversificación de la inversión y garantizan un retorno al inversionista (que oscila entre 8% y 10%) (IOSCO, 2014).

ii. Modelo préstamo originado en banco

En Estados Unidos dos de las plataformas de mayor tamaño, Prosper y Lending Club, desarrollaron un modelo de negocio de crowdfunding de préstamo en el cual la plataforma actúa como un intermediario.

Al igual que el anterior esquema, la plataforma visibiliza las solicitudes de crédito de aquellos proyectos que cumplan con los criterios de riesgo definidos internamente. Los inversionistas escogen los proyectos en los cuales quieren realizar aportes. Cuando se alcance la meta de recaudo de cada proyecto, un banco origina el crédito y recibe los recursos de los inversionistas. La plataforma emite un título a nombre del inversionista por el valor aportado lo que implica que en caso de incumplimiento la pérdida recae en cabeza de los inversionistas y no del banco.

Inicialmente Prosper fijaba las tasas de interés mediante un mecanismo de subasta en el cual participaban los inversionistas. Conceptualmente los deudores de mayor riesgo debían recibir altas

tasas de interés, sin embargo la alta demanda de los inversionistas terminó disminuyendo los intereses a todos los deudores lo que se materializó en un incumplimiento de más del 30% de la cartera (IOSCO, 2014). En 2010 Prosper optó por un nuevo modelo en el cual la tasa de interés es definida por la plataforma de forma autónoma, basada en su análisis del perfil de riesgo (GAO, 2011).

A pesar de que el esquema está dentro de la categoría de préstamo, el modelo de operación, específicamente la emisión de un título a nombre del inversionista, hace que se clasifique como una actividad del mercado de valores⁵.

2. Esquemas de crowdfunding de valores

i. Inversionista directo

Al igual que en el caso de las plataformas de préstamo, en los esquemas de inversionista directo la plataforma adelanta una evaluación del riesgo de los proyectos y visibiliza un portafolio de alternativas de inversión. A su vez, el inversionista entrega recursos y a cambio recibe acciones o bonos de la empresa beneficiaria. En ese sentido el retorno de la inversión se materializa en los dividendos de la acción o pagos de los bonos y en ese sentido depende de la gestión del proyecto y la viabilidad de su negocio. Un ejemplo de este esquema es Crowdcube⁶ y SyndicateRoom en el Reino Unido (FootAnstry, 2015).

ii. Inversionistas indirectos

El otro esquema de crowdfunding de valores se conoce como inversionistas indirectos. En este caso la plataforma igualmente realiza la selección y publicación de los proyectos, sin embargo en este caso los inversionistas no entregan los recursos directamente al emisor. En cambio, los aportes se giran a un administrador de un fondo cerrado quien a su vez entrega recursos al emisor. El emisor emite las acciones o bonos en nombre del fondo y los inversionistas adquieren unidades de participación sobre el fondo.

Este esquema presenta algunas ventajas frente al modelo de inversionistas directos en la medida en que se consolida en cabeza del fondo la representación de los inversionistas. Esto no solo reduce costos administrativos y de documentación para el emisor sino que en el caso de acciones, otorga mayor poder y agilidad en la toma de decisiones por parte de los accionistas. Un ejemplo de este esquema es MicroVentures en Estados Unidos y Seedrs en el Reino Unido.

3. Beneficios y riesgos de la actividad

⁵ En 2008 la SEC determinó que las notas ofrecidas por Prosper eran valores en los términos de regulación de valores de Estados Unidos y la jurisprudencia de la Corte Suprema de ese país. Ver: SEC (2008) Prosper Cease-and-desist order. <https://www.sec.gov/litigation/admin/2008/33-8984.pdf>.

⁶ Crowdcube ha financiado 350 empresas en promedio cada proyecto contó con 185 inversionistas. Ver: www.crowdcube.com

a. Beneficios y utilidad

Estudios académicos (Akkizidis y Stagars, 2016) y reportes de organismos multilaterales (IOSCO, 2014) y de autoridades financieras (SEC, 2013), destacan diferentes ventajas del crowdfunding y lo reconocen como una alternativa de financiación eficiente, especialmente para empresas pequeñas y medianas que tradicionalmente pueden enfrentar restricciones para acceder a fuentes de crédito formal. En resumen las ventajas que se señalan son:

i. Facilitar el acceso de las pequeñas y medianas empresas a fuentes de financiación

El Crowdfunding facilita el acceso al crédito de poblaciones y empresas con un buen perfil de riesgo pero con poca o nula experiencia crediticia y sin posibilidad de ofrecer colaterales idóneos, lo que les restringe el acceso al sistema bancario tradicional o al mercado de valores. Como se mencionó anteriormente, en la evaluación del perfil de riesgo de este tipo de deudores las plataformas complementan las evaluaciones tradicionales basadas en historiales crediticios con información alternativa como por ejemplo calificaciones obtenidas en pruebas estatales y posibilitan su financiación basada en el principio de diversificación (Demyanyk y Kolliner, 2014).

La canalización de financiación hacia estas poblaciones dinamiza la economía y genera mayores niveles de desarrollo y bienestar. Este es precisamente uno de los impactos que se espera lograr en el mediano plazo con la implementación de la Ley JOBS en estados Unidos, la cual regularizó la actividad de crowdfunding en ese país (IOSCO, 2014).

ii. Menor costo del capital y mayor agilidad en la consecución de recursos

El modelo de crowdfunding tiene una estructura de operación más liviana que la requerida en el negocio bancario tradicional, lo que reduce de forma importante los costos de operación. En efecto, el modelo de gestión del crowdfunding permite que las plataformas operen a través de internet, sin una red física de oficinas o puntos de contacto y con una planta de recurso humano más reducida (Akkizidis y Stagars, 2016).

La gran cantidad de inversionistas y la reducción en los gastos de operación se traduce en un menor costo del capital para los deudores. En el caso de Estados Unidos, por ejemplo, la tasa de los préstamos obtenidos a través de crowdfunding se ha mantenido varios puntos por debajo del interés de las tarjetas de crédito, lo que ha incentivado la refinanciación de deuda bancaria a través de estos créditos P2P⁷.

Otro elemento que destaca la literatura como positiva sobre el crowdfunding es la agilidad en el desembolso de recursos. Por ejemplo para el caso de un emprendimiento la consecución de

⁷ En Lending Club, la principal plataforma de préstamos de crowdfunding de Estados Unidos, el 83% de los créditos son de esta naturaleza. Ver: Demyanyk y Kolliner (2014) y Akkizidis y Stagars (2016).

inversionistas ángeles⁸ puede tomar 1 año, mientras que en una plataforma de crowdfunding puede tomar semanas, días o incluso horas (Freedman D. et al., 2015).

Por el lado del inversionista se destaca la facilidad y flexibilidad en el acceso a las plataformas, lo que dinamiza la realización de aportes prácticamente desde cualquier lugar y a cualquier hora.

iii. Mayor diversificación, competencia e innovación

El gran número de proyectos disponibles a través de crowdfunding permite aprovechar en mayor escala las ventajas de la diversificación del portafolio entre diferentes poblaciones, empresas y sectores económicos. Esta diversificación puede reducir la exposición individual del inversionista pero también mitigar el riesgo sistémico en la economía (IOSCO, 2014).

Por otra parte, el gran surgimiento de las plataformas jalona la innovación y la competencia en la industria de crowdfunding pero también en el sistema financiero tradicional. Este efecto genera beneficios para los consumidores y la economía en general, quienes tendrán a su disposición cada vez más opciones de servicios y alternativas de financiación.

b. Riesgos y mecanismos de mitigación

Al tiempo que se ha reconocido el valor agregado del crowdfunding, la literatura y algunos casos de fraudes y cierres de plataformas han evidenciado los riesgos de la actividad. Existen al menos 5 tipologías de riesgo identificadas en esta actividad: contraparte, operativo, liquidez, conductuales y fraude (IOSCO, 2014) y (Chaffe y Rapp, 2012). A continuación se describen brevemente cada uno de estos.

i. Riesgo de contraparte

El riesgo de contraparte se refiere a la posibilidad de que el agente receptor de los recursos incumpla el pago o que el proyecto no logre el retorno esperado. Este es un riesgo típico en la actividad financiera que se exacerba en el mercado de crowdfunding, dadas las características de operación del modelo.

En efecto, en la actividad bancaria tradicional el riesgo de incumplimiento se mitiga mediante la revisión especializada y detallada del deudor que adelanta el intermediario financiero y la exigencia de garantías idóneas que respalden el valor de la deuda en caso de incumplimiento.

En el caso de crowdfunding la materialización del riesgo de contraparte recae directamente y de forma exclusiva en el inversionista, mientras que en la actividad bancaria tradicional el riesgo lo asume el banco y no los ahorradores. Además es posible que tienda a ser un riesgo más alto en

⁸ Se refiere a los inversionistas que típicamente destinan recursos para emprendimientos en las primeras fases de constitución.

caso que las plataformas no cuenten con el conocimiento ni con metodologías robustas de evaluación de la calidad crediticia de sus deudores. Igualmente puede ocurrir que los estándares de revelación de información no sean suficientes para conocer los proyectos, su situación financiera y los riesgos inherentes a su actividad. Además, por lo general las plataformas no exigen la constitución de garantías, lo que implica una pérdida de la totalidad del crédito en caso de incumplimiento. La materialización de este riesgo se dio en 2009 en Estados Unidos con la plataforma Prosper.

Este tipo de riesgo se puede exacerbar en los modelos de crowdfunding de valores, específicamente de acciones. A través de estas plataformas se financian emprendimientos, los cuales en el caso de Estados Unidos han registrado una tasa de quiebra de hasta el 50% durante los primeros 5 años de funcionamiento y pueden conllevar pérdidas de hasta el 100% de la inversión. Un ejemplo de este riesgo se evidenció en el Reino Unido con el cierre de la empresa Bubble & Balm en 2011 después de haber recaudado fondos a través de la plataforma Crowdcube (IOSCO, 2014).

A partir de estos casos, la industria ha adoptado prácticas para fortalecer la evaluación del perfil crediticio de los deudores y asignar una tasa de interés diferencial según el nivel de riesgo de cada deudor o proyecto. Actualmente se estima que la tasa de incumplimiento máximo en las principales plataformas de Estados Unidos es de alrededor 7% y en el caso del Reino Unido el porcentaje es de alrededor 4%⁹. No obstante, la industria es aún muy joven, no existe información estandarizada y consolidada¹⁰ y buena parte de los créditos otorgados aún se encuentran vigentes lo que hace que las autoridades sigan cautelosas frente a este riesgo (IOSCO, 2014).

Otra de las prácticas adoptadas ha sido el obligar a diversificar la inversión de cada uno de los inversionistas. Un ejemplo de este estándar es el caso de las plataformas Afluenta y Sinolending. Igualmente, las plataformas han constituido fondos de aseguramiento que se nutren con un porcentaje de la financiación. Aunque este tipo de medidas pueden generar problemas de riesgo moral, la industria ha mantenido los fondos como una contingencia en caso de incumplimientos.

ii. Riesgo operativo

El riesgo operativo se refiere a posibles errores en los sistemas, modelos y procesos internos de las plataformas. Incluye también posibles ciberataques y en general cualquier falla operativa que afecte el normal desarrollo de la plataforma y genere su cierre. Un ejemplo de esta tipología de riesgos es el caso de la plataforma Quackle en Estados Unidos en 2011, la cual cesó operaciones inesperadamente y generó la pérdida de las inversiones de la totalidad de aportantes (BBVA, 2014).

A raíz del caso mencionado, la industria ha venido adoptando como una buena práctica la segregación de cuentas y la separación de activos de cada uno de los emisores e inversionistas.

⁹ Tomando como referencia las cifras de Funding Circle (<https://www.fundingcircle.com/statistics>) y Zopa, en donde el porcentaje de vencimiento es incluso inferior (<https://www.zopa.com/lending/risk-data>).

¹⁰ La asociación de plataformas de crowdfunding en el Reino Unido (peer2peer) adoptó un estándar de reporte de información del mercado. Ver: <http://p2pfa.info/data>

Además, ha fortalecido los sistemas de administración de riesgo operativo y los protocolos de manejo de la información, ha implementado planes de continuidad de negocio y ha creado planes de liquidación en caso de que se presenten fallas que impidan el funcionamiento de la plataforma (IOSCO, 2014).

iii. Riesgo de liquidez

Este riesgo se refiere a la ausencia de mecanismos de salida o liquidación de la inversión adquirida a través de crowdfunding. Este riesgo puede crecer en el modelo de valores, al no existir un mercado secundario profundo en el cual sea posible vender las acciones adquiridas mediante las plataformas.

En la mayoría de los casos la falta de liquidez se agudiza además por la dificultad de valorar los emprendimientos o pequeñas empresas y sus acciones. A su vez la poca o nula negociación de estos valores impide un proceso de formación de precios eficiente por parte del mercado, lo que termina afectando a los inversionistas (SEC, 2013).

iv. Riesgos conductuales y actividades fraudulentas

Este riesgo se refiere a la posibilidad de que se generen comportamientos indebidos por parte de los administradores de las plataformas que afecten el normal y adecuado funcionamiento de la actividad.

Este riesgo se exacerba en la medida en que en la operación de la plataforma se pueden generar conflictos de interés derivados, por ejemplo, de la promoción de proyectos determinados en los que los administradores de la plataforma tengan un interés particular, bien sea porque tienen inversiones propias o porque gozan de esquemas de compensación basadas en el éxito de la financiación de determinados proyectos. Igualmente pueden presentarse prácticas fraudulentas e incluso delictivas de suplantación y falsificación de documentos que terminen generando una pérdida de valor para la plataforma o los inversionistas.

Con el fin de prevenir la materialización de estas conductas, en el desarrollo regulatorio de esta actividad, se han impuesto deberes y prohibiciones específicas para las plataformas, los inversionistas y los emisores. Además, para fortalecer los estándares de gobierno corporativo, administración de riesgo y transparencia, algunas de las asociaciones de plataformas de crowdfunding han generado códigos de conducta y principios de autorregulación que deben observar los administradores (Peer2Peer, 2015).

No obstante estos esfuerzos, tal y como puede ocurrir en cualquier entidad financiera tradicional, la posibilidad de que se materialice un riesgo conductual por debilidades en la estructura de gobierno corporativo de las plataformas es latente. Un ejemplo de esto se evidenció en mayo de 2016 en Lending Club, una de las principales plataformas de crowdfunding en Estados Unidos. Producto de una auditoría interna, la Junta Directiva de esta plataforma identificó que el Presidente no había revelado adecuadamente la inversión personal que tenía en un fondo en el cual la plataforma estaba

planeando invertir. Se identificó además un posible fraude por cuenta de movimientos de las plataformas que no fueron debidamente reflejados en la contabilidad.

v. Lavado de activos y financiación de terrorismo

El lavado de activos y la financiación del terrorismo es un riesgo que existe en cualquier actividad financiera y que puede exacerbarse con la innovación en la prestación de servicios financieros (FATF, 2015). Para algunos, este riesgo puede incluso acentuarse en el caso particular de los esquemas de crowdfunding, dado el uso de redes sociales para la captación de recursos y que muchas de las plataformas mantienen la anonimidad del emisor o deudor. (Robock, 2014)

En consecuencia las plataformas adelantan una revisión cada vez más completa de antecedentes penales de los deudores o administradores y directivos de los proyectos y adelantan una revisión de información secundaria que soporte la existencia y veracidad de los proyectos y el uso de los recursos. En algunos casos la recopilación de información se acompaña de visitas domiciliarias para comprobar la información reportada.

vi. Información al inversionista

Los riesgos anteriormente mencionados tienden a acentuarse en los casos en que el inversionista no tenga un conocimiento adecuado de las características del esquema de financiación y especialmente de los riesgos implícitos en el mismo. En ese sentido, dado que en la mayoría de las jurisdicciones las plataformas están habilitadas para cualquier persona, una de las mayores preocupaciones de las autoridades frente al crowdfunding es que inversionistas no acreditados o sin el correcto conocimiento accedan a estos esquemas de inversión.

Como mitigante de esta situación y con el fin de procurar que los inversionistas tomen decisiones informadas, las plataformas ofrecen cursos de educación financiera y materiales didácticos sobre las principales características y riesgos de la inversión. Antes de realizar aportes, el inversionista debe constatar que conoce este material y responder preguntas en relación con el mismo.

4. Tendencias regulatorias

El crowdfunding es una industria naciente que ha demostrado gran potencial para dinamizar la profundización financiera mediante la reducción de costos operativos y el diseño de productos ajustados a necesidades de nichos particulares.

Sin embargo, el crecimiento acelerado de la actividad, la atomización de modelos de negocio y la desintermediación de actividades financieras que se ha derivado de ellos, puede potenciar riesgos financieros tradicionales como los descritos en este documento. En general, la velocidad de avance de esta industria genera desafíos que deben ser considerados para generar un ambiente regulatorio propicio que incentive el desarrollo e innovación de la actividad en un entorno de estabilidad, integridad y transparencia.

A continuación se describen las tendencias regulatorias que han surgido para adaptar la regulación financiera al crowdfunding.

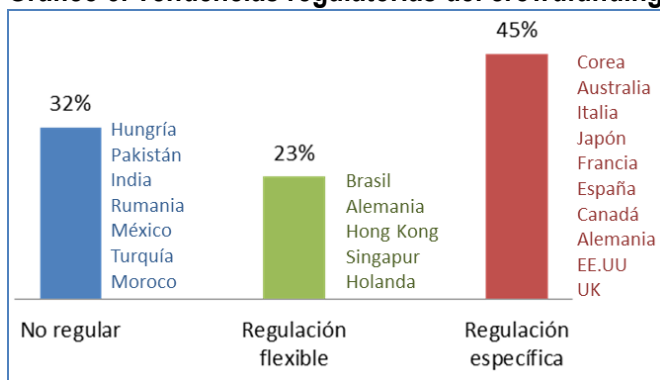
a. Enfoques

En 2015 IOSCO publicó un estudio de los estándares regulatorios del crowdfunding en 22 países. De acuerdo con éste análisis, existen tres posiciones identificadas para la regulación de la actividad: 1) no regular; 2) flexibilizar la regulación, o 3) adoptar una regulación particular. Estos enfoques se describen a continuación (gráfico 3):

1. No regular: 32% de los países evaluados no han regulado el crowdfunding. En ese sentido, en estos países se espera que la actividad se adapte a las normas ya existentes.
2. Regulación flexible: El 23% de las jurisdicciones consultadas por IOSCO han optado por realizar excepciones a normas ya existentes para facilitar el acceso de las pymes al mercado de valores. Por ejemplo, en Hong Kong si la oferta se realiza a menos de 50 personas no se exige el prospecto y en el caso de Brasil no es necesario el proceso de registro de las ofertas públicas de micro y pequeñas empresas.
3. Regulación específica: enfoque bajo el cual se establece que el crowdfunding es una actividad financiera que amerita la inclusión en el ordenamiento jurídico, se reconoce a las plataformas como intermediarios y se definen reglas y deberes para todas las partes involucradas. 45% de las jurisdicciones evaluadas por IOSCO siguen el estándar de regulación.

De los 10 países que según IOSCO cuentan con normatividad específica del crowdfunding, 8 han fijado reglas para las dos vertientes de esta actividad, es decir tanto para el ofrecimiento de préstamos como de valores. Japón y Canadá son los únicos que han concentrado la actividad en la emisión de acciones.

Gráfico 3. Tendencias regulatorias del crowdfunding.



Fuente: IOSCO (2015)

Del estudio de IOSCO se observa que en los últimos años se ha acentuado una tendencia global que favorece la adopción de una regulación específica del crowdfunding, lo que resulta consecuente con el crecimiento de la actividad y la importancia de asegurar la debida protección del inversionista que participa en estos esquemas.

Incluso, algunos países que inicialmente tenían prohibida la actividad, han ido cambiando su postura inicial hacia una flexibilización de la normativa. Este es el caso de Japón, que en mayo de 2014 dio el paso hacia la regulación de esta actividad mediante la sanción de la ley sobre mercados financieros y de capitales. Así mismo, México que según la encuesta de IOSCO de 2015 se encuentra entre los países que optaron por no regular, en 2014 recibió del FOMIN un diagnóstico sobre posibles oportunidades de reglamentar el crowdfunding. Según la Asociación de Plataformas de Fondeo Colectivo (Afico), la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) se ha aproximado de forma institucional a Afico para entender los modelos y obtener información que le permita emitir una regulación específica de la actividad (VenturaMX, 2015).

En las jurisdicciones con regulación específica, la actividad de crowdfunding ha sido definida como una actividad financiera o de inversión, que puede afectar el interés del público y que por lo tanto solo puede ser ofrecida por instituciones vigiladas y sujetas a altos estándares regulatorios.

De manera general, la regulación específica del crowdfunding incluye disposiciones, deberes y estándares en tres dimensiones: 1) consideraciones sobre la plataforma; 2) regulación de emisiones y emisores o deudores y; 3) protección al inversionista o prestamista. Como complemento, en algunas de las jurisdicciones que han seguido esta tendencia, se han abierto espacios de diálogo con el sector privado para revisar propuestas de productos, canales y esquemas financieros innovadoras que apunten al desarrollo y crecimiento del sector financiero. A continuación se describen las tendencias en cada una de estas dimensiones.

1. Consideraciones sobre la plataforma

En los casos en que se ha regulado directamente el crowdfunding se han establecido disposiciones dirigidas a las plataformas, en especial en lo que tiene que ver con su naturaleza, obligaciones, deberes y estructura. A continuación se mencionan algunos casos comunes sobre los cuales se ha legislado para delimitar las actuaciones de las plataformas.

Para el caso de España las plataformas deben tener un objeto exclusivo, es decir no podrán realizar ninguna otra actividad que no esté autorizada en la Ley. Este es el mismo caso de Estados Unidos, aunque, allí también podrán ejercer como plataformas las sociedades comisionistas de bolsa, siempre que sean miembros de un organismo de autorregulación. En Francia y Canadá se reconocieron como un nuevo tipo de intermediario financiero, lo que conlleva a la creación de un nuevo tipo de licencia.

En la medida en que las actividades realizadas por las plataformas se reconocen como propias del mercado financiero o de valores, la vigilancia de estas entidades recae sobre las autoridades que

supervisan el sistema financiero. Por ejemplo, en el caso de España es la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España, en Estados Unidos la SEC y FINRA.

En las legislaciones estudiadas, las actividades que están permitidas para las plataformas se reducen esencialmente a la recepción, selección y publicación de proyectos de inversión, siguiendo principios de neutralidad y transparencia. Una exigencia común es la revelación de los posibles riesgos de los proyectos y disponer de información suficiente, estandarizada y clara sobre el perfil de cada uno de ellos de tal forma que se facilite la decisión de inversión.

En el marco de la neutralidad y transparencia que se busca de las actuaciones de las plataformas, en la mayoría de legislaciones como España, Canadá, Corea e Italia, se prohíbe que estas entidades adelanten actividades de asesoría, en la medida en que ésta es una labor regulada y circunscrita a entidades financieras que deben cumplir con deberes específicos como clasificación del perfil de riesgo del inversionistas y estándares específicos de profesionalismo.

En el caso de Estados Unidos la asesoría solo está permitida a sociedades comisionistas de bolsa, quienes desempeñan esta actividad bajo su licencia general. En Alemania y Francia está autorizada la asesoría para las plataformas, pero existen reglas de neutralidad y prohibición de inducir la inversión mediante las recomendaciones entregadas.

Un aspecto en el que coinciden algunas legislaciones, es la prohibición de administrar fondos, este es el caso de España, Estados Unidos y Francia.

2. Regulación de emisiones y emisores o deudores

Una de las prácticas comunes en los países analizados por IOSCO es la solicitud al emisor de estar domiciliado en el país donde se realiza la emisión.

A pesar de que se espera que los emisores o deudores que acudan a este sistema de financiación sean aquellos que por su tamaño no les es fácil llegar a los mecanismos tradicionales de financiación, en general no se encuentran restricciones para que emisores de mayor tamaño participen en las plataformas de crowdfunding. No obstante, en algunos países se limita el esquema únicamente a pequeños emisores, en Italia y Australia, por ejemplo, se establecieron límites reduciendo la emisión solo a emprendimientos y empresas con activos menores a USD\$5 millones, respectivamente.

Referido al tamaño de la emisión, también existen límites en varias jurisdicciones, por ejemplo España estableció límites si la emisión va dirigida para el inversor acreditado o para el que no lo está. En el primer caso es de \$5 millones de euros por año y en el segundo \$2 millones de euros. En Estados Unidos el límite es de \$1 millón de dólares por proyecto en el año. En Canadá, \$1.5 millones de dólares canadienses, máximo 2 veces al año. En Italia \$5 millones de euros al año y en Francia \$1 millón de euros al año. Para España, Estados Unidos y Canadá también se identificaron límites por plataforma.

Como se comentó anteriormente, en la mayoría de plataformas se establecen metas en el monto y tiempo de recaudo y en caso de no cumplirlas, las ofertas se declaran desiertas y se reembolsan los recursos. En España por ejemplo la meta es del 90% del monto.

Para el caso de los esquemas de crowdfunding de valores, algunos países como España, Estados Unidos, Francia e Italia hacen excepciones a los documentos y trámites tradicionales requeridos para la realización de una oferta pública de valores e inscripción de valores en los registros creados para tal fin. En tal sentido, se han exceptuado del registro o se han establecido prospectos estandarizados y reglas específicas sobre el contenido y forma (conciso y con lenguaje claro) de documentación adicional.

Finalmente, en algunas jurisdicciones se pide que los emisores de valores realicen revelación de información financiera, esto puede ser mediante estados financieros certificados o auditados. Sin embargo, no es una práctica generalizada. Por ejemplo Japón, Quebec y el Reino Unido no piden este tipo de información.

3. Protección al inversionista o prestamista

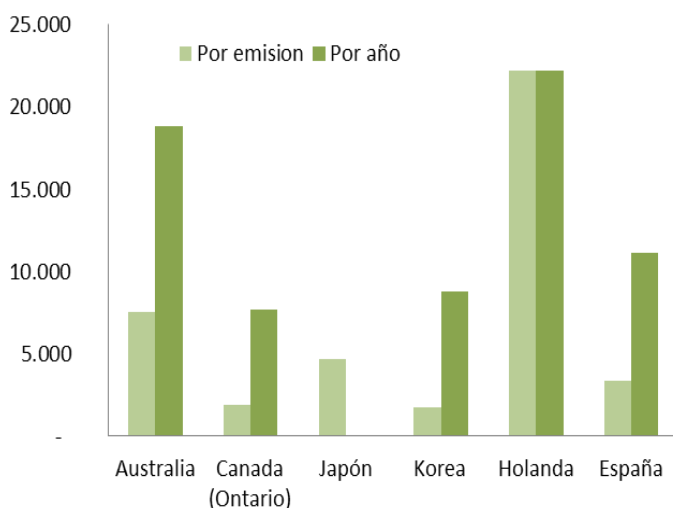
En lo que tiene que ver con los inversionistas, la filosofía del modelo de crowdfunding está enfocada en atraer a los pequeños inversores con sumas de capital pequeñas, a los cuales no se les facilita llegar a los tradicionales vehículos de inversión del sistema financiero. Por lo anterior, en la mayoría de las jurisdicciones revisadas no se evidenció una restricción para participar en este sistema de financiación, a excepción de Singapur que solo permite la participación de los inversionistas institucionales.

Teniendo en cuenta lo antes expuesto, y en el marco de que esta actividad genera unos riesgos que están directamente en cabeza del inversionista, en la mayoría de países se solicita a los inversores una declaración firmada donde reconozcan que entienden los riesgos a los que se exponen.

También existen referencias sobre la necesidad de reforzar la educación financiera de inversionistas y emisores. Por eso se solicita a las plataformas que provean material educativo y realicen cuestionarios que permitan verificar un conocimiento mínimo sobre el funcionamiento del modelo de crowdfunding previo a la participación. Este estándar se observa en diferentes países como España, Estados Unidos, Australia, Canadá y Francia.

Considerando los riesgos mencionados y en aras de proteger al inversionista, los países han establecido límites en las inversiones en dos vías, por emisión y por año. Como se pudo observar en el gráfico 4 este límite es similar en algunos de los países estudiados.

Gráfico 4. Límites a las inversiones a través de crowdfunding (\$USD).



Fuente: Elaboración propia con base en IOSCO (2015).

4. Espacios de dialogo público-privado

En el Reino Unido, el regulador y supervisor financiero FCA (Financial Conduct Authority) ha venido adelantando diferentes actividades desde 2014 con el fin de fomentar la innovación financiera y promover así la competencia y el desarrollo del sector. Puntualmente, en octubre de 2014 creó Project Innovate una iniciativa mediante la cual proyectos innovadores sobre productos, canales y la prestación de servicios financieros en general, pueden solicitar asesoraría sobre la viabilidad jurídica y regulatoria de su propuesta. A febrero de 2016, la FCA había recibido más de 400 solicitudes de asesoría, de las cuales ya ha asesorado al 52% y el 30% de estos proyectos hoy ya cuentan con la autorización para operar o están en el proceso de hacerlo (FCA, 2016).

Siguiendo este esfuerzo, en mayo de 2016 la FCA creó el primer *sandbox* financiero en el mundo. Esta segunda iniciativa busca facilitar la implementación de proyectos financieros innovadores y disruptivos, creados por entidades no vigiladas. El modelo de operación propuesto por estas entidades podrá ser ensayado sin necesidad de cumplir inmediatamente con todas las exigencias regulatorias tradicionales. Únicamente se exige surtir un trámite de autorización simplificado y abreviado e informar a la FCA semanalmente los avances y riesgos identificados en la implementación.

Durante la prueba, el FCA brindará asesoría sobre la regulación aplicable y en caso que se presente un incumplimiento, podrá abstenerse de adelantar acciones disciplinarias siempre que el proyecto demuestre colaboración con el regulador y un trato equitativo, honesto y leal frente a los consumidores. La FCA podrá además, revisar la necesidad de ajustar la norma incumplida, siempre que no se trate de una Ley o regulación internacional¹¹.

Reguladores en Estados Unidos¹², Australia¹³, Singapur¹⁴ y Japón¹⁵ han seguido este estándar, habilitando espacios de diálogo con el sector privado para fomentar la innovación financiera en un entorno de estabilidad y protección del consumidor.

5. Reflexiones para el caso Colombiano

a. Crowdfunding en Colombia

Como se mencionó en la primera parte del documento, existen dos vertientes de crowdfunding: la comunitaria y la financiera. La primera se subdivide en: proyectos que se financian a través de donaciones y los que se financian basados en esquemas de recompensas. En la primera opción el inversionista realiza su aporte siguiendo un principio de filantropía, sin esperar nada a cambio. Algunos ejemplos de esta modalidad en Colombia son:

- Help.org, que se dedica a reunir dinero para financiar la educación superior de jóvenes de escasos recursos.
- Donaccion, que tiene como objetivo financiar causas sociales, en especial patrocinar personas que producen algún producto y no cuentan con capital de trabajo.

¹¹ Actualmente y hasta el 8 de julio de 2016, se encuentra abierta la convocatoria para participar en la primera cohorte del sandbox. Para más información consultar el siguiente enlace: <https://www.the-fca.org.uk/firms/project-innovate-innovation-hub/regulatory-sandbox>

¹² CFPB implementó el "Project Catalyst".

¹³ ASIC creó en marzo de 2015 el "Innovation Hub".

¹⁴ El regulador MAS en Singapur creó el FinTech & Innovation Group encargado de implementar políticas de desarrollo regulatorio que faciliten el uso de la tecnología.

¹⁵ El regulador FSA en Japón lanzó en 2015 la iniciativa "FinTech Support Desk".

En el caso del crowdfunding basado en recompensa, los inversionistas aportan dinero para apoyar proyectos o emprendimientos y en contraprestación reciben algún beneficio o producto a manera de recompensa. Esta modalidad de crowdfunding también está presente en Colombia con plataformas tales como:

- Filmántropo, que promueve proyectos de cine y audiovisual y a cambio ofrece publicidad para los aportantes o artículos publicitarios como afiches o botones.
- Little big money, promueve emprendimientos de impacto social y ambiental. A cambio entrega cartas de agradecimientos, manillas y libretas, de acuerdo con el monto de la donación.
- La chèvre, promociona proyectos de tecnología, diseño, teatro, arte y establece recompensas según los aportes.

Como parte de una iniciativa privada en 2014 se creó la página web www.crowdfundingalacolombiana.com.co, la cual se encarga de difundir información sobre las diferentes plataformas de crowdfunding no financiero en el país.

En cuanto al crowdfunding financiero, actualmente no existen plataformas activas en el país, sin perjuicio del interés manifiesto de algunas iniciativas que se encuentran modelando propuestas de negocio que se ajusten al marco normativo vigente. Existen algunas aplicaciones de fintech dedicadas al prestamos en línea (online lending) como el RapiCredit y Aflore. Sin embargo, estas plataformas operan con recursos propios y por lo tanto no pueden ser catalogadas como crowdfunding financiero.

b. Marco regulatorio vigente

De acuerdo con el artículo 335 de la Constitución Política de Colombia las actividades financieras, bursátiles, aseguradoras y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público solo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado y conforme a la ley. A partir de esta disposición constitucional existe un marco normativo específico que regula las actividades de captación masiva y habitual y la oferta pública de valores en Colombia.

Por lo anterior, en esta sección se analiza el esquema de crowdfunding financiero a la luz del marco regulatorio financiero en el país y se evalúan las ventajas de incorporar esta actividad en el perímetro regulatorio vigente.

• Captación masiva y habitual

El Decreto 1981 de 1988 establece en qué situaciones se presenta la captación de dineros del público en forma masiva y habitual. En particular define que una persona capta dinero del público, cuando:

1. tenga obligaciones pasivas directas o indirectas con más de veinte (20) personas o en un número mayor a cincuenta (50). Las obligaciones deben ser de naturaleza dineraria, haberse percibido a título de mutuo y en ningún caso como contraprestación de un bien o servicio.
2. conjunta o separadamente, haya celebrado en un período de tres (3) meses consecutivos, más de veinte (20) contratos de mandato con el objeto de administrar dineros de sus mandantes bajo la modalidad de libre administración o para invertirlos en títulos o valores a juicio del mandatario, o haya vendido títulos de crédito o de inversión con la obligación para el comprador de transferirle la propiedad de títulos de la misma especie, a la vista o en un plazo convenido, y contra reembolso de un precio.

De acuerdo con el Decreto, en cualquiera de las situaciones antes descritas debe además concurrir una de las siguientes condiciones:

- i) el valor total de los dineros recibidos por el conjunto de una de las operaciones antes indicadas no sobrepase el 50% del patrimonio líquido de la persona que está captando, o
- ii) hayan sido el resultado de haber realizado ofertas públicas o privadas a personas innominadas, o de haber utilizado otro sistema con efectos similares.

A la luz de lo anterior y teniendo en cuenta la forma en que operan la mayoría de modelos de crowdfunding en el mundo, en particular el crowdfunding lending, no podrían operar en Colombia sin contravenir lo dispuesto en el Decreto 1981 de 1988. Lo anterior, teniendo en cuenta que la vocación de masividad de este método de financiamiento, exacerba las posibilidades de:

- i. que las personas naturales y jurídicas que publican proyectos adquieran un pasivo a título de mutuo con un número superior a 20 personas o adquieran un número superior a 50 obligaciones, o
- ii. que en un periodo de 3 meses seguidos se celebren más de 20 veinte contratos de mandato para la libre administración de recursos.

En cualquiera de los dos casos mencionados, es factible que las pequeñas y medianas empresas que buscan financiarse a través de estos mecanismos, puedan recibir fácilmente cantidades que sobrepasen el 50% de su patrimonio líquido.

Al materializarse estos supuestos el operador de la plataforma (si en el modelo de negocio es quien recibe el dinero de los inversores) y los receptores de los recursos incurrirían en captación masiva y habitual de dineros, considerada en Colombia una actividad delictiva, consagrada en el artículo 316 del Código Penal¹⁶.

¹⁶ De acuerdo con el Código Penal: “El que desarrolle, promueva, patrocine, induzca, financie, colabore, o realice cualquier otro acto para captar dinero del público en forma masiva y habitual sin contar con la previa autorización de la autoridad competente, incurrirá en prisión de ciento veinte (120) a doscientos cuarenta (240) meses y multa hasta de cincuenta mil (50.000) salarios mínimos legales mensuales vigentes.

Resumiendo, el marco regulatorio actual en Colombia no permite que se capten recursos en forma masiva a través de plataformas o entidades diferentes a las autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Es importante resaltar que desde la crisis financiera de 1982, la actividad de captación de dineros del público de forma masiva y habitual, ha tenido una especial vigilancia, porque no solo se trata de la protección del dinero del público sino también, de la estabilidad del sistema financiero del país. Y es por esto que el Estado se ha encargado de crear una fuerte estructura normativa para aquellas entidades que están autorizadas a captar. Estas entidades cumplen exigencias como, un capital mínimo para operar, márgenes de solvencia, reportar información a las autoridades de supervisión, identificar sus riesgos y establecer la administración de los mismos. Todo esto en la búsqueda de generar confianza en el sistema.

Por tal razón, abrir la puerta a esquemas que ponen en cabeza de los inversionistas riesgos sin estos esquemas de protección y de solvencia, debe ser cuidadosamente revisada, ya que precisamente la existencia del sistema financiero se justifica en buena medida como el mecanismo para llevar recursos del público hacia la financiación de personas y empresas en un entorno de seguridad y protección.

- **Oferta pública de valores**

Atendiendo la definición del artículo 2 de la Ley 964 de 2005 (Ley del Mercado de Valores), se considera “valor” todo derecho de naturaleza negociable, que haga parte de una emisión y que tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público.

Por otra parte, el artículo 6.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 establece que, se considera como oferta pública de valores, aquella que se dirija a personas no determinadas o a 100 o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías. La oferta pública de valores requiere la autorización por parte de la Superintendencia Financiera y la inscripción del valor en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

Adicionalmente, conforme al párrafo 1 del artículo 3° de la Ley 964 de 2005, cualquier entidad que realice emisiones y ofertas de valores, estará sujeta a la supervisión del Estado y según el artículo 5.2.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 quienes realicen una oferta pública de valores o negocien dichos valores en un sistema de negociación, deberán inscribirse igualmente en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

Si para dichos fines el agente hace uso de los medios de comunicación social u otro de divulgación colectiva, la pena se aumentará hasta en una cuarta parte.”

Finalmente, de acuerdo con el artículo 3 de la Ley 964 de 2005, la administración de los sistemas de negociación de valores es una actividad del mercado de valores y podrá ser desarrollada por sociedades anónimas de objeto exclusivo¹⁷, sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia¹⁸.

En ese sentido, quien hoy desarrolle la actividad de crowdfunding de valores, es decir el ofrecimiento de acciones, bonos o cualquier otro que título que se pueda catalogar como valor, en los términos de la Ley 964 de 2005, a través de una plataforma, a personas indeterminadas o a 100 o más personas determinadas, está adelantando una actividad del mercado de valores regulada y que requiere la autorización y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Además, aquellas entidades que realicen la emisión de sus valores a través del crowdfunding, a personas indeterminadas o a 100 o más personas determinadas, están incurriendo en una oferta pública de valores, la cual es una actividad del mercado de valores sujeta a la vigilancia de la Superintendencia Financiera y para lo cual se requiere surtir y cumplir los trámites de inscripción de valores y demás disposiciones específicas de la regulación del mercado de valores dispuestas en el Decreto 2555 de 2010.

En ese sentido, de conformidad con la normatividad vigente en Colombia, de manera general, no es lícito desarrollar la actividad de crowdfunding financiero. Si bien estarían exceptuados de esta prohibición los casos específicos de esquemas de crowdfunding cuyo modelo de operación no supere los límites establecidos en la normatividad tanto para la capacitación como la oferta pública de valores, en la práctica, un modelo de operación con esta limitación desvirtuaría la naturaleza masiva que persigue la actividad de crowdfunding desarrollada en el mundo.

Así, para viabilizar el desarrollo del crowdfunding en Colombia se requeriría un ajuste normativo. Dada la importancia de salvaguardar los recursos del público y de mantener la estabilidad del sistema financiero, se considera que la captación masiva y habitual es una actividad que únicamente debe ser adelantada por las entidades financieras autorizadas y vigiladas por la Superintendencia Financiera y las cuales cumplen con elevados estándares regulatorios, incluidos los requerimientos de capital y reglas de administración de riesgos, lo cual se refleja en una estructura operativa y financiera robusta.

Por tal razón y teniendo en cuenta las bondades del crowdfunding en la financiación, especialmente a pequeñas y medianas empresas, se considera pertinente evaluar una alternativa que permita viabilizar el esquema, en un ambiente que garantice la adecuada protección a los inversionistas y la estabilidad del sistema financiero.

- **Alternativas regulatorias**

¹⁷Artículo 67 de la Ley 964 de 2005.

¹⁸ Artículo 2.15.1.1.2 del Decreto Único 2555 de 2010.

Teniendo en cuenta la evolución del mercado, las tendencias regulatorias y la experiencia de algunas jurisdicciones, a continuación se proponen los lineamientos generales que tendría una regulación para el crowdfunding financiero, como un mecanismo de financiación alternativo para actividades productivas en el país, especialmente aquellas desarrolladas por las mipymes.

Puntualmente se propone: 1) adoptar una definición de crowdfunding financiero; 2) regular la actividad para que sea adelantada únicamente por entidades sujetas a la vigilancia y control de la Superintendencia Financiera de Colombia.; y 3) adoptar los deberes y condiciones que deben cumplir todas las partes que intervengan en la actividad. Este marco propuesto se describe a continuación:

1. Adoptar definición de crowdfunding financiero

Se propone acoger una definición para el crowdfunding que la identifique como una actividad que implica canalizar recursos de varios individuos, para financiar proyectos o negocios, con el propósito de obtener una rentabilidad.

Adoptar una definición de crowdfunding financiero permitiría el desarrollo ordenado de la actividad mediante la enunciación de deberes y prohibiciones específicas para todas las partes, reglamentar las características de operación de la plataforma y definir límites y reglas de inversión y endeudamiento.

2. Actividad exclusiva de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia

Teniendo en cuenta el marco regulatorio local y en línea con la tendencia regulatoria de la mayoría de las jurisdicciones en el mundo, la licencia para ejercer la actividad de crowdfunding debe recaer sobre una entidad vigilada por el supervisor financiero.

Dicha entidad, debería estar facultada para adelantar esencialmente 3 actividades propias del crowdfunding financiero: 1) analizar y calificar de manera profesional los riesgos de crédito del proyecto a ser financiado; 2) promocionar de forma masiva los proyectos de inversión que sean seleccionados habilitando para el efecto canales y mecanismos de comunicación electrónicos; y 3) permitir la formalización de las operaciones de financiación mediante la provisión de infraestructura, servicios y sistemas adecuados para tal fin.

Se propone que los requerimientos de capital y requisitos para la constitución de las entidades que se dediquen de forma exclusiva a la actividad de crowdfunding, sean acordes con el tamaño, naturaleza y complejidad de la actividad así como de los riesgos que administran, de tal forma que se permita la entrada de nuevos actores.

3. Deberes, prohibiciones y reglas de conducta

Se propone que las entidades que se faculen para adelantar la actividad de crowdfunding cumplan con los siguientes deberes, los cuales atienden los estándares internacionales en la materia:

- Deber de información: adoptar políticas y procedimientos adecuados y suficientes para que la información dirigida a los posibles inversionistas sea objetiva, oportuna, completa, imparcial y clara. La entidad deberá informar al inversionista por lo menos las características generales del esquema de financiación y de los proyectos promovidos, así como los riesgos inherentes a los mismos.
- Deberes frente a conflictos de interés: adoptar políticas y procedimientos necesarios para prevenir y administrar los conflictos de interés en relación con la actividad de crowdfunding. Dichas políticas y procedimientos deben incluir disposiciones específicas sobre la revelación de inversiones personales en proyectos financiados a través de esquemas de crowdfunding.
- Deber de control al sobreendeudamiento y reporte a centrales de información: adoptar una metodología para controlar el saldo de financiamiento del proyecto al momento del otorgamiento de los recursos, para lo cual se deberá tener en cuenta el monto de las obligaciones vigentes a cargo del proyecto en otras plataformas de crowdfunding. Así mismo, deberá efectuar reportes periódicos y actualizar oportunamente la información en las bases de datos de las centrales de información.

Se sugiere además que las entidades que adelanten actividades de crowdfunding adopten sistemas de administración de riesgo robustos, siguiendo para el efecto los principios, estándares mínimos y disposiciones específicas que determine la Superintendencia Financiera de Colombia. En todo caso, deben adoptar metodologías para la adecuada gestión de liquidez, la evaluación y selección de riesgo de los proyectos, la prevención del riesgo operativo y del lavado de activos y financiación del terrorismo.

Por último, se sugiere que al adelantar actividades de crowdfunding, las entidades tengan prohibido administrar recursos de terceros, impartir asesorías o recomendaciones, adelantar actividades de estructuración de emisiones y ofrecer mecanismos de financiación (Tabla 1).

Tabla 1. Deberes y prohibiciones de las entidades facultadas para adelantar el crowdfunding.

Tema	Alternativa	Consideraciones
Prohibiciones	Administrar recursos.	Custodia de recursos en el sistema financiero.
	Impartir asesoría o recomendaciones.	Excepto si la plataforma fuera una SCB.
	Asesoría en estructuración.	Por conflictos de interés.
	Financiar inversión.	Exclusividad en el objeto y evitar conflictos interés.
	Destinar recursos para concesión de créditos, adquisición de valores o de participaciones de vehículos de inversión colectiva.	Evitar contagio y desnaturalizar propósito de la financiación.

Deberes	Segregación de cuentas.	Separación de recursos.
	Revelación de información y riesgos	Neutralidad, veracidad, completitud.
	Gobierno corporativo.	Promoción, esquemas de compensación, inversiones personales.
	Estándares mínimos de evaluación de riesgo de proyectos.	Conocimiento mínimo de riesgo crediticio.
	SARO, SARLAFT.	Aplicación de sistemas de riesgo y estándares de manejo de información.

Por otra parte, se propone que en la actividad de crowdfunding financiera puedan participar tanto los inversionistas profesionales así como los clientes inversionistas, siguiendo para el efecto la definición prevista en el Decreto 2555 de 2010. Sin embargo, como un mecanismo de protección, se sugiere fijar los siguientes límites máximos de exposición individual y global para los clientes inversionistas. Igualmente, se propone adoptar un límite para el monto recaudado por los proyectos de inversión. Los límites propuestos siguen la tendencia internacional, ajustados a la capacidad adquisitiva local (tabla 2).

Tabla 2. Propuesta de límites para clientes inversionistas y emisores.

Tipo	Límite por proyecto	Límite anual global
Cliente inversionista	Lo que resulta mayor entre: \$5.000.000 o 5% de sus ingresos anuales	Lo que resulta mayor entre: \$10.000.000 o 5% de sus ingresos anuales
Emisor	N/A	\$400.000.000

Las entidades deberán velar por el cumplimiento de estos límites, para lo cual podrán solicitar a los inversionistas la información que se considere necesaria. Por su parte, los inversionistas que acudan a estos esquemas deben declarar ante la entidad que conocen el funcionamiento del esquema y los riesgos implícitos de la actividad.

Por su parte, los proyectos de inversión deben estar domiciliados en el país y deberán aportar los documentos requeridos por la entidad para adelantar la evaluación de riesgo correspondiente.

- **Subcomisión técnica de fintech**

Por último, en línea con experiencias internacionales como Project Innovate en Reino Unido, se propone que en el marco de la Comisión Intersectorial de Inclusión Financiera se cree una subcomisión técnica de fintech con el objetivo de generar un espacio de diálogo formal en el que las autoridades y el sector privado puedan debatir y compartir conocimiento sobre innovación y nuevos desarrollos en la prestación de servicios financieros y al mismo tiempo socializar de manera más enfocada el marco regulatorio para la prestación de dichos servicios en Colombia.

Adicionalmente, de manera específica para el análisis del marco regulatorio y la operación de esquemas de crowdfunding en el país, se propone la realización de un foro abierto durante el mes de octubre de 2016 donde se recojan las visiones, propuestas y comentarios de actores tanto del sector privado como del público que contribuyan en la construcción de una propuesta conjunta.

La URF publica este documento con la finalidad de conocer las opiniones frente a las alternativas regulatorias propuestas y en general sobre la necesidad de incorporar la actividad de crowdfunding en la regulación financiera colombiana. Para el efecto los comentarios y sugerencias pueden ser remitidas antes del 9 de septiembre de 2016 a los correos: amprieto@urf.gov.co y emartine@urf.gov.co

6. Bibliografía

Collins L. y Pierrakis Y. (2012) *The venture crowd: crowdfunding equity investment into business*. Londres: Nesta

IOSCO (2014) *Crowd-funding: An infant Industry Growing Fast*. SWP3

IOSCO (2015) *Crowdfunding 2015 Survey responses report*. FR29

Freedman D. y Nutting M. (2015) *A Brief History of Crowdfunding Including Rewards, Donation, Debt, and Equity Platforms in the USA*

BBVA (2014) *La alternativa financiera para inversores y emprendedores: crowdfunding*. BBVA Innovation Center.

SEC (2008) *Prosper Cease-and-desist order*. Consultado el 3 de marzo de 2016 en: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2008/33-8984.pdf>

Gabison, G. (2015) *Understanding Crowdfunding and its Regulations: How can crowdfunding help ICT innovation?* JCR Science and Policy Report. Report EUR 26992

FootAnstry (2015) *Equity Crowdfunding*

PWC (2015) *Peer pressure: How peer-to peer lending are transforming the consumer lending industry*. Consultado el 2 de marzo de 2016 en: <https://www.pwc.com/us/en/consumer-finance/publications/assets/peer-to-peer-lending.pdf>

Wilson K. y Testoni M. (2014) *Improving the role of equity crowdfunding in Europe's capital markets*. Bruegel Policy Contribution. Issue 2014/09

CMF (2015) *Market Overview*. Consultado el 1 de marzo de 2016 en: http://crowdfunding.cmf-fmc.ca/facts_and_stats

NCFA (2015) *Massolution Report Released: Crowdfunding Market Grows 167% in 2014, Crowdfunding Platforms Raise \$16.2 Billion*. Consultado el 1 de marzo de 2016 en: <http://ncfacanada.org/2015-massolution-report-released-crowdfunding-market-grows-167-in-2014-crowdfunding-platforms-raise-16-2-billion/>

Huffpost (2015) *2.000 Global Crowdfunding sites to choose from by 2016: Top 5 Growth indicators*. Consultado http://www.huffingtonpost.com/david-drake/2000-global-crowdfunding-b_8365266.html

Demyanyk Y. y Kolliner D. (2014) *Peer-to-Peer Lending Is Poised to Grow*. Economic Trends Federal Reserve Bank of Cleveland.

Freedman D. y Nutting M. (2015) *A Brief History of Crowdfunding Including Rewards, Donation, Debt, and Equity Platforms in the USA*

SEC (2013) Final Rule Crowdfunding. File No. S7-09-13

Constitución Política de Colombia.

Código Penal Colombiano.

Decreto 1981 de 1988.

FOMIN (2014) *Crowdfunding en México: cómo el poder de las tecnologías digitales está transformando la innovación, el emprendimiento y la inclusión económica*. Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.

Ley 5 de 2015 de España, del fomento de la financiación empresarial, título V, régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa.

www.crowdfundingalacolombiana.com.co

<http://web.spaincrowdfunding.org>

Peer2Peer (2015) *Peer-to-Peer Finance Association Operating Principles*. Consultado el 4 de marzo de 2016 en <http://p2pfa.info/wp-content/uploads/2015/09/Operating-Principals-vfinal.pdf>

Akkizidis I. y Stagars M. (2016) *Marketplace lending, financial analysis, and the future of credit: integration, profitability and risk management*. Wiley.

GAO (2011) *Person-To-Person Lending: New Regulatory Challenges Could Emerge as the Industry Grows*. Report to Congressional Committees. GAO-11-613. Consultado el 6 de abril de 2016 en: <http://www.gao.gov/new.items/d11613.pdf>

Chaffee E. y Rapp G. (2012) *Regulating On-Line Peer-To-Peer Lending in the aftermath of Dodd-Frank: In search of an evolving regulatory regime for an evolving industry*. Washington and Lee Law Review.

VenturaMX (2015) *Casos de éxito y regulación, pendientes del crowdfunding: Federico Antoni*. Consultado el 1 de abril de 2016 en: <http://venturamexico.com/2015/05/casos-de-exito-y-regulacion-pendientes-del-crowdfunding-federico-antoni/>

WEF (2015) *The Future of Financial Services How disruptive innovations are reshaping the way financial services are structured, provisioned and consumed*. Consultado el 4 de mayo de 2016 en: http://www3.weforum.org/docs/WEF_The_future_of_financial_services.pdf

Belleflamme P., Nessrine Omrani N. y Peitz M. (2015) The economics of crowdfunding platforms. CORE Disussion Paper.

Barral P. y Barral L.M. (2015) El Crowdfunding y los españoles: una historia de cambio social. Two much. Research Studio.

Robock Z. (2014) The Risk of Money Laundering Through Crowdfunding: A Funding Portal's Guide to Compliance and Crime Fighting. Michigan Business & Entrepreneurial Law Review

FATF (2015) Emerging terrorist financing risks. FATF Report.

Anexo 1. Regulación del crowdfunding en España

Según la asociación de crowdfunding en España, este mercado pasó de “19 millones de euros en 2013 a 62 millones de euros en 2014” lo que evidencia el crecimiento vertiginoso de este esquema de financiación en el cual además se estima que más de 2 millones de españoles han participado (Barral, et. al., 2015). Algunas cifras relevantes de la industria de crowdfunding en España son:

	Tipos de plataformas	Cantidad solicitada promedio	Aporte promedio por inversor	Duración media de las campañas
Inversión	20.7%	134.856 Eu	4853,33	53 días
Préstamos	13.8%	30.833 Eu	2025,50	30 días
Recompensa	41.4%	2.804 Eu	35,82	41 días
Donación	24.1%	11.128 Eu	34,19	82 días

Teniendo en cuenta la evolución y crecimiento de este modelo de negocio, el Gobierno y el Congreso Español incluyeron en la Ley de fomento de financiación empresarial (Ley 5 de 2015) un título que desarrolla el régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa conocidas como crowdfunding. Específicamente este título regula los modelos de negocio sobre préstamos y valores.

Según el preámbulo de la mencionada Ley, la regulación de crowdfunding aborda tres dimensiones:

1. Establece el régimen jurídico de las entidades denominadas plataformas de financiación participativa.
2. Regula y reserva su actividad a las entidades autorizadas y,
3. Clarifica las normas aplicables a los agentes que utilicen este nuevo canal de financiación con el fin de lograr un equilibrio entre una regulación que potencie la actividad y a la vez garantice un adecuado nivel de protección del inversor.

A continuación se realiza un breve resumen del contenido de la Ley.

- Plataformas de Financiación Participativa - PFP

En este capítulo la ley define qué son las plataformas de financiación participativa y cuál es el alcance de su régimen jurídico. Así mismo, establece que son sociedades de objeto exclusivo y que deben estar domiciliadas en España.

De otro lado establece que los proyectos que se adelanten a través de estas plataformas deben destinar lo recaudado hacia la financiación profesional de terceros o concesión de créditos y por lo tanto está expresamente prohibido un destino diferente para los recursos.

- Formas de financiación

La norma admite dos formas de obtener financiación: la emisión o suscripción de acciones u otros valores representativos de capital o de participaciones de sociedades de responsabilidad limitada y la solicitud de préstamos. Adicionalmente exceptúa la actividad de las PFP del concepto de captación de recursos del público reembolsables.

Las PFP podrán realizar actividades de recepción, selección y publicación de proyectos y aquellas que tiene que ver con medios de comunicación para contactar a los inversores con los promotores.

Dentro de las actividades que tienen prohibidas las PFP, sobresalen realizar actividades exclusivas de las empresas del sector financiero, realizar recomendaciones sobre proyectos, garantizar un monto de captación de recursos, administrar recursos y publicar proyectos con garantía hipotecaria.

- Autorización y Registro

La Comisión Nacional del Mercado de Valores autoriza e inscribe en un registro a las PFP, y si se trata de plataformas que promocionan la solicitud de créditos este registro se realizará siempre que el Banco de España realice un informe preceptivo.

Las PFP deberán tener objeto social exclusivo y deberán contar con un capital social mínimo de 60.000 euros el cual se debe incrementar según las sumas de financiación obtenidas.

- Normas de Conducta

En términos generales se les pide a las PFP que actúen de manera diligente, neutral y transparente. Las plataformas únicamente podrán participar en los proyectos publicados en su página siempre que no inviertan más del 10% de la meta de financiación del proyecto, en ningún momento adquieran la condición de controlantes y en todo caso, deben revelar esta situación al público.

- Sobre los promotores y los proyectos

Las plataformas deberán evaluar con debida diligencia la admisión de proyectos de financiación y no podrán tener publicado simultáneamente en la plataforma más de un proyecto de un mismo emprendedor.

La captación de fondos por proyecto de financiación por plataforma no podrá ser superior a 2.000.000 de euros, siendo posible la realización de sucesivas rondas de financiación que no superen esta cifra en un año. Cuando los proyectos se dirijan a inversores acreditados, el importe máximo podrá ser hasta de 5.000.000 de euros.

Cada proyecto de financiación deberá tener un objetivo de financiación y un plazo máximo para poder participar en la misma. Si no se alcanzara el objetivo de financiación dentro del plazo fijado lo captado será devuelto, aunque podrá seguir si se alcanza el 90% descontada la participación de la plataforma.

Es responsabilidad de las plataformas publicar la información completa de cada proyecto. Además de actualizar el estado de cada uno en especial luego del cierre de la captación.

- Requisitos de los créditos y requisitos de los valores.

Los proyectos basados en préstamos no pueden incorporar una garantía hipotecaria, y los rigen la normatividad general de créditos. Para el caso de los proyectos basados en acciones o valores rigen las normas del mercado de valores.

- Protección al inversor

La norma clasifica en inversores acreditados (profesionales) o no acreditados (no profesionales). Para los inversores no acreditados establece límites a la inversión de 3.000 euros en un mismo proyecto y 10.000 euros en 12 meses en una misma plataforma. En el mismo sentido solicita la manifestación del inversor de no haber invertido más de esta cifra, en 12 meses, en varias plataformas.

Adicionalmente, si se trata de un inversor no acreditado este deberá manifestar expresamente saber que el proyecto de participación no es sujeto de supervisión de las autoridades financieras y que existe un riesgo de no retorno del dinero.

En general las relaciones promotores - inversores están sujetas a las reglas de protección al consumidor ya vigentes y adicionalmente la plataforma debe advertir al emprendedor el riesgo al endeudamiento excesivo en el que puede incurrir al recibir financiamiento mediante el esquema de crowdfunding.

- Supervisión, Inspección y Sanción (CNMV)

Las PFP y las personas tanto naturales como jurídicas quedan sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.