

La innovación del Crowdfunding: actualidad jurídica mundial y local

Monografía Jurídica para optar por el Título de Abogado

**Mateo Cortes
Juan Carlos Velasco**

**Facultad de Ciencias Jurídicas
Pontificia Universidad Javeriana
Bogotá D. C
2018**

La innovación del Crowdfunding: actualidad jurídica mundial y local

**Mateo Cortes
Juan Carlos Velasco**

Tutor: Leonel Ariza Marín

**Facultad de Ciencias Jurídicas
Pontificia Universidad Javeriana
Bogotá D. C**

2018
Índice

| | Pág. |
|---|-------------|
| Resumen..... | 4 |
| Introducción | 5 |
| Qué es el Crowdfunding..... | 9 |
| Diferencias con Sistemas Tradicionales: Bancario y Bursátil..... | 12 |
| Riesgos aparejados al Crowdfunding | 24 |
| Elementos Esenciales y Partes del Crowdfunding..... | 30 |
| Clases de Crowdfunding | 40 |
| I. Crowdfunding de Donación | 40 |
| II. Crowdfunding de Recompensa | 42 |
| III. Crowdfunding de Préstamo | 44 |
| Análisis de la emisión de acciones de Crowdfunding como valor..... | 45 |
| Derecho Comparado..... | 48 |
| Estados Unidos | 48 |
| Reino Unido..... | 54 |
| España..... | 57 |
| Introducción al Decreto 1357 de 2018..... | 61 |
| Análisis y crítica del Decreto 1357 de 2018..... | 64 |
| Conclusión..... | 82 |
| Bibliografía..... | 866 |

Resumen

La presente monografía jurídica pretende realizar un estudio profundo sobre la actualidad mundial y local del Crowdfunding, específicamente el de acciones o “equity” como instrumento alternativo a las fuentes convencionales de financiación para el público financiero emprendedor. Para ello, se realiza una explicación íntegra de la figura respecto de sus características, elementos, riesgos, ventajas y desventajas, y tipos, teniendo como referencia legislaciones líderes en la implementación de Crowdfunding como Estados Unidos, Reino Unido y España. Realizado el análisis de la figura, se procede a contrastar las legislaciones extranjeras con la recién expedida regulación colombiana para determinar su correcta aplicación.

Palabras clave: Público financiero, fuentes convencionales, instrumento alternativo, y Equity.

Introducción

Desde hace más de 25 años Colombia ha sufrido de dos fenómenos que han impactado fuertemente la actividad económica de los pequeños y medianos empresarios en su etapa de emprendimiento o de desarrollo temprano. El primero es la desindustrialización del país que para el empresario individualizado ha significado la quiebra de su empresa por la fuerte competencia a nivel local, nacional e internacional, esto evidentemente se apareja con las altas tarifas tributarias que se aplican y las cuales no se pueden asumir por la totalidad de los empresarios. El segundo fenómeno es la concentración de la producción y del ingreso de la actividad empresarial, sobre todo industrial, en unas pocas empresas. Prueba fehaciente de ello son los resultados del más reciente estudio realizado por Confecámaras y el DANE que demostró que en el año 2016, de 1'379.284 empresas registradas en la Cámara de Comercio,

10.000 capturan el 52% de las utilidades, 95.000 el 36% y el resto, 1'273.000 micro y pequeñas (pymes) apenas recaudan el 12%. La Distribución por tamaño de empresa se refleja en un coeficiente de Gini de 0.8222, muchísimo peor que el muy injusto existente entre las personas de 0.522, que tiene a Colombia en el podio global de inequidad (Suarez, 2016)

Como se mencionó anteriormente, la fuerte carga tributaria que reposa sobre los hombros de la totalidad de la población colombiana, pero especialmente de los pequeños y los medianos empresarios, se ha convertido en un factor común en la gran lista de razones por las cuales las empresas no pueden consolidarse hacia futuro. El alto costo de impuestos como el ICA y la Renta (que no diferencia entre tipo de empresas) sumado al aumento en las tarifas de los servicios públicos hacen que en la práctica constituir una empresa en Colombia sea casi imposible, y para rematar, se evidencia que el Estado colombiano no ha sido efectivo en la creación de política que logre impulsar la creación y el sostenimiento de empresas en la totalidad del nivel productivo, como sí ocurre en Estados Unidos o en países de la Unión Europea.

En el contexto colombiano, en el que la quiebra de la industria no solo afecta a los empresarios y propietarios sino a los trabajadores adscritos a la totalidad de los niveles de producción y comercialización, se hace indispensable que el Estado intervenga de diversas formas, puesto que no existe un conducto regular que resuelva el problema de la generación y acumulación de la riqueza.

Uno de los mecanismos, que a nivel internacional ha permitido el desarrollo ágil y eficaz de la nueva empresa es el Crowdfunding, una herramienta mediante la cual un privado capta recursos del público para así poder financiar un proyecto de interés particular o grupal que podrá a futuro retribuir a los inversionistas y que se desarrollará por regla general mediante la utilización de nuevas tecnologías. Aquí el Estado no es el ente que interviene en cada operación que compone el flujo de procesos mediante los cuales se materializa esta captación, sin embargo, si es el que directa o indirectamente permite que en el territorio nacional esta modalidad o herramienta de financiación colaborativa pueda realizarse de manera legal o simplemente sea prohibida.

Esta figura surge a principios del nuevo milenio. Inicia como “*un mecanismo de financiación de pequeñas y medianas empresas incluidos los emprendimientos*” (Unidad de Regulación Financiera, 2016). En las elecciones de Estados Unidos del 2004 el candidato presidencial Howard Dean la usó para la adquisición de inversores en su campaña, siendo la primera vez en la que se utilizaba el Crowdfunding para un emprendimiento político-social y no solo empresarial.

Más tarde, en Europa, la figura se transforma en un sistema financiero que consiste en una contraprestación de entrega de acciones por la inversión dada. Bajo esta modalidad “*el inversionista aporta recursos con el fin de adquirir una participación en la propiedad de la empresa receptora*” (Unidad de Regulación Financiera, 2016), recibiendo un dividendo que depende del éxito o fracaso de la actividad.

La modalidad de Crowdfunding “financiero” empieza, como lo indica Kirby & Worner (2014) en el Reino Unido en 2006, expandiéndose a los Estados Unidos en 2007 y alcanzando mercados bastante grandes como el chino en 2009. La causa de su expansión se divide en dos componentes: primero la crisis económica de los Estados Unidos en 2008; y, por otro lado, el avance de la tecnología como variable que abre nuevos mercados.

Mediante informe publicado por la Comisión Europea (2015), se determinó que tan solo en la Unión Europea se llegó a recolectar 4.1 billones de euros en 2014, considerable suma de dinero para un periodo de tan solo 12 meses, destinado a esta actividad. Sin embargo, es importante resaltar la diferencia de capital tratado por los principales miembros de la UE. El primero y con mayor flujo de caja, fue el Reino Unido con 89 millones de euros durante el periodo 2013-2014, seguido de Alemania con 19 millones de euros, y consecutivamente Francia con 18 millones de euros. Pudiéndose evidenciar, el gran éxito y solidez de la herramienta como fuente de financiación tanto para economías pequeñas como para las más grandes como Estados Unidos y Reino Unido.

Si bien este es un mecanismo ya regulado por bastante tiempo en países como Estados Unidos o España, en Colombia desafortunadamente este acaba de obtener regulación, con la premisa de

generar una inclusión financiera hacia la pequeña y mediana empresa. Sin embargo, organismos gubernamentales como la Superintendencia Financiera de Colombia y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público han contemplado que la legalización del crowdfunding en Colombia puede figurar como una desventaja, ya que dicha herramienta puede ser usada para actividades criminales como: el lavado de activos o la captación masiva de recursos que da por resultado una estafa, precisamente porque se destina el dinero a acciones diferentes a la inversión propuesta de manera inicial.

Aún así, el Gobierno Nacional en el mes de noviembre de 2017 expidió un Proyecto de Decreto por el cual se promovía la regulación del Crowdfunding bajo la modalidad de “plataformas de financiación colaborativa”, lo cual conllevó a la expedición del Decreto 1357 de 2018 el cual se estudiará y analizará en el desarrollo de este proyecto investigativo.

Desde otro punto de vista, se puede evidenciar que países como España son ejemplo de una adecuada regulación que puede abrirle la puerta a miles de empresas, fundaciones o grupos sociales que han visto truncado su desarrollo por la falta de recursos y/o por la falta de medios de financiación, sin que ello implique de paso, brindarles a las organizaciones criminales una salida para poder legalizar los recursos que obtuvieron de manera ilegal.

Dadas las condiciones expuestas con antelación, el presente proyecto de investigación busca realizar en primer lugar un análisis de la Figura de Crowdfunding a nivel mundial, respecto de sus características, propiedades, riesgos y beneficios en países representativos como Estados Unidos, Reino Unido, España y Japón; para luego así acercarse al plano nacional colombiano

generando un contraste, de cómo actualmente la figura se presenta en el país, y de cómo planteó su regulación. Y con esto determinar cuál es el paso a seguir para la implementación de la figura en Colombia.

¿Qué es el Crowdfunding?

El Crowdfunding es un instrumento jurídico y financiero que tiene como objetivo principal la captación de dineros del público en general. Consiste en la recaudación de dineros de un número indeterminado de personas, cualquiera sea su naturaleza, que dependiendo su clasificación puede servir para la financiación de un proyecto, empresa, la obtención de préstamos, o incluso suplir cualquier necesidad mediante una plataforma online. Así, mediante un acuerdo de voluntades, un sujeto denominado gestor o promotor a través de un intermediario denominado plataforma online, recolecta recursos de terceros denominados inversionistas, para la ejecución de un proyecto o negocio, que puede ser una donación, un préstamo, la realización de un proyecto con retorno de recompensa, o la inversión en una sociedad teniendo como contraprestación una acción por la inversión. (Renteria, 2016)

La figura de Crowdfunding pone de cabeza todo lo relacionado con la financiación tradicional del individuo o entidad. Normalmente, para la adquisición de capital las personas se dirigen a entidades prestadoras de dinero como bancos, o dado el caso a personas con grandes fondos monetarios. Sin embargo, la figura de Crowdfunding rompe con ese esquema pues permite que una persona o entidad, cualquiera sea su naturaleza, haga uso del internet como medio para comunicarse y solicitar dineros de miles o incluso millones de personas por intermedio de una plataforma online. Dando como resultado, que personas que no tienen acceso a capital en los

bancos o entidades financieras, puedan adquirir recursos mediante pequeños inversores online sin requisitos estrictos, formalidades tediosas o tiempos alargados de espera.

Como condición sine qua non el promotor o gestor del negocio, dependiendo del tipo de crowdfunding que solicite (donación, recompensa, préstamo o equity) debe explicar la idea de su negocio o proyecto, y seguido contratar el servicio de plataforma online con un tercero para la transferencia de los capitales, y finalmente esperar las inversiones.

De este modo, el gestor hace uso de quien se denomina como “intermediario” el cual no contiene la connotación de intermediario financiero o de valores, sino que figura como un sujeto que simplemente actúa en pro de unir a gestores e inversionistas, y este es la plataforma online, quien presta un servicio de recolección, transacción y transferencia de capitales entre las partes. A partir de esta, el inversionista entra a la plataforma online para determinar qué proyectos de inversiones, donación, préstamo o recompensa están demandando capital, y según sus intereses y necesidades, el inversionista le indica a la plataforma el negocio al que quiere realizar su aporte, así pues el intermediario define la transacción a deseo y conveniencia tanto del inversionista como del inversor, y transfiere, recolecta, y adjudica capitales, bienes o servicios como contraprestación a la inversión, excepto en el crowdfunding de donación, dada su naturaleza.

Esta figura ha sido catalogada por muchos expertos como un mecanismo de “desintermediación financiera”, pues, a pesar de contar con una plataforma online que conecta a gestores y emprendedores con inversionistas, el Crowdfunding hace posible que los privados puedan impulsar sus proyectos económicos o sociales mediante la captación de recursos del

público sin la necesidad de acudir al Estado o a las entidades financieras que tienen mecanismos rígidos, complejos y engorrosos para desembolsar capital a los mismos. Ello no quiere decir que en los países en los que esta herramienta está permitida y regulada se acepte la captación de recursos del público sin limitación alguna, pero es evidente que el florecimiento de esta figura de financiación colectiva se ha convertido en una alternativa de financiación distinta a los mecanismos tradicionales.

La exposición de motivos de la ley de fomento empresarial de 2015 de España, en donde se reglamenta el uso de Crowdfunding como herramienta de financiación de proyectos de innovación y emprendimiento, la cataloga como *“la posibilidad de canalizar de manera eficiente y ágil, los recursos que poseen los agentes con mayor capacidad de ahorro para impulsar a los agentes que requieran de financiación externa”* (Roncallo, 2009, p. 24). Dicha exposición de motivos resalta el hecho de que, por regla general, los proyectos de emprendimiento e innovación, no solo en España sino alrededor del mundo se han visto truncados por la directa dependencia de la financiación bancaria, a la que se acude no solamente para adquirir el capital necesario para dar impulso a las empresas sino también para poder costear la operación diaria. Ello ha generado que muchas empresas fracasen antes de nacer o en el mejor de los casos ha impedido que los gestores de dichos proyectos puedan surgir con la agilidad y la eficiencia que se requiere.

Diferencias con Sistemas Tradicionales: Bancario y Bursátil

El Crowdfunding es un instrumento alternativo al del sistema bancario tradicional y a los sistemas bursátiles de hoy día. Este apunta a finalidades distintas, ya que principalmente se dirige a la financiación de negocios que normalmente, ya sea por su nivel de riesgo, falta de liquidez o rentabilidad no serían candidatos para obtener recursos por los sistemas anteriormente nombrados. Constituyéndose esta herramienta como una propuesta interesante para quienes requieren de capital para sus proyectos de tipo personal o empresarial.

Dadas estas consideraciones se establecerán a continuación diferencias entre los dos sistemas tradicionales bancario y bursátil frente al Crowdfunding, demostrando la flexibilidad e innovación de la figura:

Así, primeramente, frente al sistema bancario tradicional se puede evidenciar que la viabilidad del negocio o proyecto a financiar para el Crowdfunding no tiene regla. Es decir que, cualquier necesidad que busque financiarse puede ser propuesta, dado que la figura se dirige a cualquier tipo de promotor, y como lo indica Rodríguez (2016) *“el tipo de proyectos que se pueden financiar son de muy diversa índole”* (p. 247), circunstancia que no es admisible en la banca tradicional, ya que la rentabilidad, viabilidad y proyección del negocio son columnas vertebrales para la autorización de un préstamo.

Segundo, el perfil crediticio del solicitante en el Crowdfunding (quien normalmente se denomina promotor) no es determinante para ser financiado. Este no constituye un requisito para la obtención de capital, ya que la figura busca darle la oportunidad a los que no pueden obtener

un préstamo o crédito del sistema tradicional, entre muchas causas por su historial crediticio. Hay casos específicos en los que esta acción no es realizada como el de los Estados Unidos que a partir del JOBS Act (2012), específicamente en el Título III, numeral 3, el promotor debe dar reporte de su situación financiera de los últimos 12 meses previos a la demanda de dinero. Sin embargo, no es un requisito de procedibilidad en caso de ser mala su situación financiera, sino que busca que el público en general sepa de la condición e historia financiera del promotor que se va a promocionar. Diferente del sistema bancario, en donde la historia crediticia del solicitante es determinante en la obtención de un crédito, teniéndose una calificación de la persona según su cumplimiento financiero y pago de deudas. Por ejemplo, la revista FORBES (2014) a través de un estudio realizado demostró que una persona que aspire a un crédito debe tener una calificación promedio superior a 700 puntos para acceder a un crédito, pues con una calificación menor, puede ser fácilmente rechazado. Además, entidades bancarias como el BBVA de España en sus requisitos para el otorgamiento de un crédito, además de hacer uso de la calificación del solicitante para otorgar un crédito, también identifica la fuente de ingresos y la regularidad de estos mismos, en la misma medida se reconoce del historial de la persona el ser cliente de bancos y el cumplimiento de pago de deudas, y por último la propiedad sobre bienes de cualquier tipo que tenga la persona solicitante. Parámetros que no constituyen requisitos para la promoción de un proyecto o emprendimiento en el Crowdfunding.

En adición, es importante destacar que el Crowdfunding financiero tanto de préstamo como de acciones, propone nuevas herramientas frente a la calificación crediticia de las personas, ya sean promotores, inversionistas o prestatarios. Plataformas muy reconocidas como Lenddo o Indiegogo a nivel mundial, que figuran como unas de las plataformas de Crowdfunding más utilizadas y exitosas, disponen de preguntas a los usuarios acerca de cómo usan la plataforma,

qué esperan obtener, en cuánto tiempo, etc. A su vez, miran su comportamiento en la web, cómo otras personas en línea las califican y las referencian, para así en conjunto obtener la reputación digital de la persona, y poder calcular y proveer perfil de riesgo en beneficio de los aportantes.

Tercero, para el Crowdfunding no se requiere colateral o una garantía respecto de la financiación. Normalmente cuando se otorga un préstamo o crédito en el sistema bancario, la entidad prestataria requiere de una garantía real o personal como respaldo del retorno total de la suma prestada. En el Crowdfunding no hay dicha garantía, en este sistema lo que sucede es que la solvencia del deudor no es factor determinante en la viabilidad de que sea candidato de recibir dineros en préstamo, por lo que los prestamistas o inversionistas asumen un gran nivel de riesgo, dado que puede que el deudor no pague, o el periodo de amortización se extienda más allá de lo pensado. Un ejemplo de esto es el Crowdfunding de préstamos o “peer to peer lending” en los Estados Unidos donde es denominado “Unsecured loans” o préstamos inseguros en español, debido a que no tienen garantía respecto de la devolución de los dineros prestados. Así mismo, esto ocurre con el Crowdfunding de acciones o Equity en el Reino Unido, donde a los valores emitidos por esta figura se les denomina “non-readily realizable security” dado que figuran como valores fuera del marco tradicional del mercado de valores y que implican un riesgo mayor para los inversionistas.

Cuarto, los tiempos de retorno y amortización no son iguales a los del sistema bancario tradicional. En este, el capital se otorga mediante créditos, que varían uno a uno según el destino que se le quiera dar a los dineros obtenidos. Asobancaria (2017), que es la asociación de establecimientos bancarios en Colombia, explica que en este país hay principalmente 5 líneas de

crédito que son otorgados a los particulares: hipotecarios, que buscan la obtención de bienes inmuebles, con la concesión de plazos para su pago de hasta 20 años, y la constitución de hipoteca sobre el bien adquirido como garantía del pago; de vehículo, para la adquisición de vehículos de transporte terrestre de los cuales se exige por lo general ingresos mínimos superiores a 1.5 smmlv y con plazos de pago de hasta 72 meses; de educación, que se destinan para todo tipo de instrucción, ofreciendo cuotas flexibles de pago para los estudiantes, que se acogen a los ciclos de estudio, teniendo plazos para su pago de hasta 12 meses o 6 meses dependiendo del grado de educación que se está obteniendo; tarjeta de crédito, que es un medio de pago que permite obtener capital de forma instantánea para la compra de bienes o servicios, pudiéndose elegir el número de cuotas a pagar en la deuda que se obtiene, de hasta 48 meses; y por último, el crédito de libre inversión, según el cual la entidad financiera presta dinero a la persona para invertirlo en cualquier tipo de bien, pudiéndose pagar este hasta un plazo de 60 meses. Lo cual difiere en el Crowdfunding de préstamo, dado que estos dependen del reglamento de la plataforma intermediaria y los requerimientos de los prestatarios: los tiempos y plazos para el pago de los préstamos pueden variar según como lo establezcan, así, no hay un tiempo general determinado para el pago de los préstamos en el Crowdfunding. Es decir, existen disimilitudes de plataforma en plataforma, y de acuerdo con el tipo de préstamo que se solicite, van a variar las condiciones del pago de los mismo, pero denotando si una mayor flexibilización.

Por último, en el Crowdfunding la suma aportada por los inversionistas o prestamistas disminuye respecto de las del sistema bancario. En legislaciones como Estados Unidos e Inglaterra las sumas máximas a invertir y prestar rondan entre los 2 mil a 7 mil dólares,

cantidades que no son establecidas en el sistema bancario, sino que tan solo depende del cliente y su capacidad de devolución, para determinar el monto máximo a prestar.

Es así como en conjunto y teniendo en cuenta lo analizado anteriormente se puede catalogar al Crowdfunding como una herramienta financiera no tradicional, que se encuentra fuera de la regulación bancaria dado que:

“i) no captan depósitos, así el pasivo financiero que adquieren los inversores no es un depósito; ii) la plataforma no es una entidad de depósito con la ficha de autorización correspondiente y no está bajo el paraguas de los correspondientes fondos de garantía de depósito; o iii) no tienen ficha de establecimiento financiero de crédito.” (Observatorio Economía Digital , 2014, p.3)

Esta se enmarca en lo que se denomina “banca sombra o shadowbanking”. Actividad que describe el Financial Stability Board (2013) como la *“intermediación crediticia o financiación realizada por cualquier entidad financiera, infraestructura, plataforma que se encuentra fuera total o parcialmente del circuito bancario tradicional”* (p.4). Es decir, es la operación que realiza tanto entidades del sistema financiero como las que no hacen parte de esta, con un modelo de operación distinto al que ofrece la regulación bancaria. Circunstancia que en Colombia según reportes de la ASOBANCARIA (2017) representa el 9,9% del Producto Interno Bruto del país.

Así, una vez analizadas las principales diferencias del sistema bancario y el Crowdfunding, se procede a denotar las similitudes y diferencias entre el sistema bursátil y esta nueva herramienta de financiación:

Así pues, al comparar el sistema bursátil colombiano con la estructura vertebral de las diversas regulaciones del Crowdfunding a nivel mundial se pueden encontrar tanto diferencias como similitudes que vale la pena analizar y determinar.

El primer aspecto por analizar es la finalidad que tienen ambos sistemas. En ese sentido se puede encontrar una gran similitud en la razón económica de dichas actividades, pues ambas convergen en la meta de hacer de sus plataformas un lugar en el que se encuentren empresarios, emprendedores e inversionistas, para facilitar la negociación y comercialización de proyectos en un entorno seguro y que brinde la información suficiente a sus usuarios para poder llevar dichas negociaciones a buen puerto. Pero al respecto no solo se presentan coincidencias en ambos modelos, puesto que mediante el Crowdfunding no siempre se busca negociar la adquisición de un valor, que bien podría ser una acción, sino que se presentan también los casos en los que la meta es financiar, sin esperar alguna contraprestación determinada, un proyecto social o político. Ello no ocurre en la bolsa de valores pues su finalidad es la de servir de escenario para la negociación de valores que traigan consigo de manera obligatoria una contraprestación económica.

Un segundo aspecto es la constitución o composición de la bolsa de valores colombiana como una entidad privada y la estructura de las empresas de Crowdfunding a nivel internacional. Si analizamos dicho aspecto se puede encontrar una similitud considerable entre ambas figuras, puesto que por regla general las plataformas virtuales para desarrollar proyectos de Crowdfunding están constituidas por personas jurídicas que no tienen finalidad distinta a la de conectar a inversionistas con empresarios - emprendedores, tal cual como la bolsa de valores que

es una sociedad anónima cuyos socios son accionistas o miembros cuya actividad principal es ser comisionistas de bolsa.

En tercer lugar, se pueden denotar las razones por las cuales algún usuario recurriría a dichos escenarios (la bolsa o a una plataforma virtual de Crowdfunding). En ese sentido salta a la vista una nueva similitud entre ambos escenarios puesto que los beneficios de acudir a cualquiera de ellas son, en la mayoría de los casos los mismos, la consecución de dinero, y la oportunidad de inversión. La Bolsa de Valores de Colombia tiene como algunas de sus virtudes las de i) conectar a personas naturales o jurídicas con liquidez con personas naturales o jurídicas poseedoras de títulos o de acciones en sociedades cuyos proyectos corporativos podrían generar gran beneficio y rentabilidad, ii) brindar un escenario de negociación transparente, iii) brindar un escenario de negociación seguro, regulado y vigilado por entidades gubernamentales y disminuir los costos financieros y de información que para las partes pudiese representar una negociación aislada.

Eso mismo refleja las regulaciones extranjeras de Crowdfunding frente su articulado en lo referente a la misión y la finalidad de la figura. Ninguna de las regulaciones de lengua española como por ejemplo España establece alguna finalidad del Crowdfunding contraria a la de ofrecer una plataforma virtual por intermedio de la cual se facilite el contacto y la negociación entre los empresarios o emprendedores que no cuentan con la liquidez suficiente para sacar adelante sus proyectos y los inversionistas con la liquidez y los recursos suficientes para respaldarlos y apalancarlos.

El cuarto aspecto en que se encuentra una gran similitud entre el sistema bursátil y el crowdfunding, es el costo de transacción que implica negociar a través de cada una de las figuras, es decir, la comisión que es cobrada al inversionista o al recaudador de las inversiones (como ocurre en la mayoría de los casos del Equity crowdfunding) como resultado del movimiento de compra y/o venta que se realiza respecto de los valores que adquiere o enajena. En el crowdfunding, el sujeto que realiza el cobro de la comisión es la plataforma online, la cual por lo general la realiza sobre el gestor o receptor de los recursos como se evidencia a nivel mundial en las diferentes plataformas online como Indiegogo o Kickstarter determinando a su discreción el porcentaje de comisión o “fee” que recauda sobre la operación. Esta tarifa cobrada puede ir desde el 1% hasta el 8% del valor recaudado como lo establece la plataforma europea Ulule. En el mercado bursátil, el sujeto que realiza este cobro es la sociedad comisionista de bolsa, la cual busca cubrir los costos fijos inherentes a la inversión de valores, como lo son el uso de sistemas transaccionales de bolsa y los derechos de Deceval. En este escenario, la tarifa de la comisión varía según el tipo de inversionista y monto de la inversión. A mayor inversión y mejor portafolio, menor será la tarifa, como por ejemplo rangos de 0.3% a 3%, lo cual aumenta si los montos son menores y el inversionista no cuenta con un gran portafolio o experiencia. Sin embargo, es de resaltar que los montos transados en la bolsa son superiores a los realizados en crowdfunding, por lo cual, de acuerdo con la proporción de los dos escenarios, el mecanismo comisión puede equipararse.

Un quinto aspecto por analizar es el de los sujetos que componen las relaciones negociales entabladas a través de las respectivas plataformas. Allí se puede encontrar una de las diferencias más determinantes entre ambos sistemas. De acuerdo con la Ley 964 2005 y el Decreto 2555 de 2010 los sujetos activos de las relaciones jurídicas nacidas dentro de la Bolsa de Valores

Colombiana son principalmente i) las sociedades comisionistas de bolsa, ii) los inversionistas, iii) las empresas públicas y privadas que emiten títulos valores, iv) los respectivos organismos de vigilancia y supervisión, v) las sociedades calificadoras de riesgo, vi) los depósitos centralizados de valores, vii) El Registro Nacional de Valores e Intermediarios y finalmente viii) La Cámara de Compensación y Liquidación. Por otro lado tenemos a los actores que por regla general, en las regulaciones extranjeras, participan de la relación surgida a raíz de la financiación participativa de un proyecto por intermedio de una plataforma virtual de Crowdfunding que son principalmente i) los inversionistas, ii) los gestores o empresarios, iii) la persona jurídica o natural que opera la plataforma virtual, los respectivos organismos de control, y finalmente iv) el respectivo registro de plataformas, gestores e inversionistas.

Aunque a primera vista los sujetos que participan en ambos escenarios puedan ser similares hay un factor que los separa de manera radical. Mientras que en la bolsa de valores las sociedades comisionistas de bolsa son actores principales, donde figuran como accionistas de la bolsa de valores, e influyen en el negocio operativo de la bolsa, en las plataformas de Crowdfunding no cuentan con accionistas dedicados a la intermediación sobre la relación entre el gestor y el inversionista. Aquí dicho fenómeno no solo no se presenta, sino que en las varias regulaciones está prohibido. Este es el caso de la regulación española, especialmente en lo dispuesto en la Ley 5 del 27 de abril de 2015, al igual que en los Estados Unidos con el título III del JOBS ACT de 2012 donde la plataforma de Crowdfunding tiene expresamente prohibido intervenir y aconsejar a los inversionistas para la toma de sus decisiones, sobre todo en lo relacionado con la elección de los proyectos de financiación participativa que optarán por apalancar. Es así como en Colombia los comisionistas de bolsa son aquellos profesionales

especializados en la compra y venta de títulos valores, para que con dicha experticia puedan asesorar y realizar operaciones de compra y venta a título propio o a favor de un tercero interesado con base en una solicitud expresa para dicho fin.

Otro aspecto relevante frente al Crowdfunding es que, en las regulaciones extranjeras, por regla general, no se presenta ninguna figura que se asemeje a los depósitos centralizados de valores ni mucho menos, la participación de calificadoras de riesgo. En los países donde se reglamenta el Crowdfunding se estipulan algunos requisitos particulares para que las plataformas virtuales se responsabilicen de publicar la información suficiente acerca de los proyectos que publicitan y que previamente debe ser entregada por los gestores de estos. Ello con la finalidad de que los inversionistas puedan tomar decisiones informadas. Pero ello de ninguna manera puede asemejarse, por su capacidad y por su alcance, a una calificadora de riesgo.

Como sexto punto, está el objeto de la negociación que se pone a disposición de los inversionistas en cada uno de los escenarios. La conclusión a la que se llega luego de analizar las regulaciones de Crowdfunding más representativas como los Estados Unidos, España y Reino Unido, es que los proyectos a financiar ofrecen, en el mejor de los casos, a los potenciales inversionistas acciones o títulos representativos de deuda como BOCEAS en la sociedad gestora o el reintegro de los recursos invertidos con la posibilidad de los respectivos rendimientos de estos. Diferente de lo que ocurre en la Bolsa de Valores de Colombia cuya regulación, permite negociar una mayor cantidad de títulos que se dividen en tres categorías a saber: i) Títulos de Renta Variable (como lo son Acciones o Bonos Obligatoriamente Convertibles en Acciones), ii) Títulos de Renta Fija (como lo son Bonos, Papeles Comerciales, CDT, Aceptaciones Bancarias,

CERT, CEV, Cédulas Hipotecarias, Certificados de Desarrollo Turístico, TIDIS, TES, Títulos de Desarrollo Agropecuario y Títulos Emitidos en Procesos de Titularización y finalmente, iii) Derivados. Este aspecto marca una diferencia entre ambas figuras que debe ser tenida en cuenta para la regulación en territorio nacional, pues sin duda el margen de valores negociables para una y otra plataforma no es similar por regla general. Es evidente que en el mercado de valores se negocian más clases de valores que en las plataformas de Crowdfunding en razón a que la gama de emisores que tiene es más amplia, dentro de la cual está el Estado o los grandes empresarios e industriales del sector real que, en principio, no acudirían al sistema de Crowdfunding.

El séptimo aspecto que comparar es el mecanismo a través del cual una persona natural o jurídica puede invertir a través de ambas plataformas. Por un lado, se tiene las plataformas de Crowdfunding, en cuya regulación, por regla general no prohíbe o excluye a ningún individuo de participar en ella para poder realizar una inversión, tan solo y en determinadas regulaciones, limita el monto y periodo de tiempo por el que se puede invertir. Por otro lado, tenemos la Bolsa de Valores de Colombia, cuya regulación establece de manera inequívoca que la única modalidad mediante la cual una persona natural puede invertir y adquirir valores es mediante una sociedad comisionista de bolsa que esté debidamente certificada. Ello sin duda establece una de las diferencias más importantes puesto que se trata de una limitación o una barrera de acceso que no tienen las plataformas de financiación colectiva como lo son las de Crowdfunding, que no tienen ningún sistema de intermediación en la inversión para poder acceder a la inversión.

Esta circunstancia saca a luz una diferenciación entre ambas figuras, pues dicha limitación es el punto de partida para definir quiénes están llamados a hacer uso de cada sistema. Esto dado

que, mientras las plataformas de Crowdfunding buscan que cualquier gestor o emprendedor ofrezca al público un proyecto empresarial o social y que cualquier persona natural o jurídica pueda invertir sus recursos en dicho proyecto, sin solicitar para ello una cualificación determinada o un monto mínimo de capital, en la Bolsa de Valores de Colombia se impone el requisito de acudir a una sociedad experta, que cuenta con profesionales cualificados para guiar a los inversionistas y acompañarlos durante todo el proceso.

Finalmente, el octavo aspecto a analizar es el relacionado con los sujetos aptos para emitir acciones como el tipo de valores que se pueden emitir tanto en la Bolsa de Valores de Colombia como en las plataformas de financiación colectiva. Frente a las plataformas de Crowdfunding, no hay una delimitación de quien puede ser emisor de las acciones, tan solo se determina que quien emite sea una persona jurídica destinada a la emisión de valores de crowdfunding y no a otras actividades, es decir, que tenga un objeto exclusivo. Esto no se configura como regla general, dado que cambia de país en país.

Por otro lado, en bolsa de valores se permite únicamente emitir acciones a las sociedades anónimas, lo cual no es impedimento para que las demás clases de sociedades emitan distintos tipos de valores en la bolsa. De lo cual no se diferencia en gran medida del Crowdfunding, puesto que si restringe el sujeto que emite.

Riesgos aparejados al Crowdfunding

En este punto en específico es importante destacar que el Crowdfunding conlleva riesgos respecto de la inversión, según sea el fin de este mismo, para lo cual se enfocará específicamente en el denominado equity Crowdfunding o de acciones, y en contraste se analizará el de préstamo. Respecto del primero se tiene que, el inversionista aporta una cantidad determinada de dinero por la cual recibe proporcionalmente un número de acciones por su inversión, y con esto una serie de riesgos.

Uno de los primeros riesgos a presentar es la quiebra o desfallecimiento del proyecto a financiar. Esto debido a que la recolección de capital mediante equity Crowdfunding tiene como objetivo el emprendimiento empresarial, es decir, el inicio de un negocio, empresa o sociedad, que conlleva un alto riesgo de quiebra. Riesgo que se ve reflejado en el estudio realizado por Shikhar Ghosh (citado por Gage, 2012) profesor de la unidad de emprendimiento de la Universidad de Harvard, que en el año 2012 a partir del análisis de alrededor de 2000 empresas que recibieron capitales de financiación inicial entre los años 2002 y 2010, el 75% de estas no lograron éxito en su emprendimiento, es decir, 3 de cada 4 emprendimientos fracasaron.

En segundo lugar, se puede encontrar el fraude en la operación de Crowdfunding como un riesgo latente. IOSCO (2014) explica que tanto la modalidad de Crowdfunding financiero como el de préstamos sufren de los mismos riesgos de fraude que el sistema bancario tradicional precisamente porque su naturaleza es dotar un crédito. Así, el fraude puede materializarse mediante maniobras de suplantación o falsificación de las partes o de los documentos que se manejan, dados los laxos procedimientos que se requieren para realizar una inversión. A su vez, como lo indica la Unidad de Regulación Financiera del Ministerio de Hacienda y Crédito Público

(2016) la existencia de intereses particulares por parte de los administradores de las plataformas online y de los proyectos a promover, pueden llevar al favorecimiento de estos mediante la promoción de determinados proyectos y la falsificación de estados contables de las operaciones.

En tercer lugar, se encuentra el denominado: riesgo de contraparte. Este consiste en la posibilidad de que quien recibe los recursos pueda incumplir con el fin esperado de la inversión, que se consolidaría en el recibo de un retorno por invertir en acciones o en el recibimiento de un capital más intereses por aportar dineros para préstamos. Esto se ha de presentar en la figura del Crowdfunding financiero o de retorno financiero (Equity y préstamo) dada las características de su funcionamiento.

En el “Equity” no se tiene la certeza de quien realmente es el promotor o gestor a financiar, el porqué de esto recae como lo indica la Superintendencia Financiera de Colombia (2016) en que *“el inversionista no tiene certeza sobre la información financiera y jurídica de la contraparte en el cual invierte...”* (p. 7), así se estaría frente a una clara identificación del inversionista, pero respecto del gestor del que solo hay una identificación de nombre no la habría. Frente a su situación económica y jurídica de la cual hay datos que este debe proveer, no hay certeza sobre la veracidad de la información, es decir, no hay un control, lo que evidentemente refleja un problema que se presenta en mercados imperfectos en donde se tiene asimetría en la información. Esto puede conllevar a que se presente como una probabilidad que el gestor no conlleve de forma exitosa o incluso de forma sabia el negocio que busca emprender, por lo que es el inversionista quien recibe toda la carga económica en caso de que el negocio en el que invirtió fracase.

Frente al “peer to peer lending” o crowdfunding de préstamo este riesgo se presenta como consecuencia de dos factores. Primero, la falta de evaluación crediticia de los deudores conlleva a que no haya la devolución cumplida de los dineros prestados, y segundo, el no requerimiento de garantías por parte de las plataformas a los deudores genera que estos no se vean forzados a pagar los préstamos, y que sean los prestamistas quienes salgan perdiendo en la operación.

En cuarto lugar, se logra evidenciar el riesgo de iliquidez, que por lo general solo se ha de presentar en el “Equity” Crowdfunding. La causa de este es la falta de un mercado secundario o de reventa para los valores emitidos del Crowdfunding financiero. La razón para que no haya la existencia de un mercado secundario parte del hecho de que la *“dificultad en la valoración de los portafolios adquiridos a través del equity crowdfunding es muy alta e imposibilita la creación de un mercado secundario”* (Castaño, 2015, p. 8). Esta circunstancia de iliquidez no se presenta en el Crowdfunding de préstamo, ya que como lo indica IOSCO (2014) en este por lo general, las plataformas crean un escenario en el que permiten la venta del portafolio del prestamista, siendo la misma quien provee un escenario para venta posterior de las acreencias.

En quinto lugar, se encuentra el riesgo de ciber-ataques que atentan contra la seguridad cibernética de la página web que alberga la operación. IOSCO (2014) explica que este riesgo se puede materializar de muchas formas pero indica tres modalidades en las que puede acontecer: la primera es la sobrecarga o sobredemanda de la estructura de la plataforma online, lo que puede llevar a que esta deje de funcionar y muchas operaciones decaigan; Segunda, se puede generar la confusión de las cuentas de los inversionistas o prestamistas, realizándose transacciones erróneas

e incorrectas entre las partes; y por último, puede presenciarse los cyber-ladrones que sustraen los dineros de las cuentas y transacciones de la plataforma.

Como sexto riesgo se encuentra el lavado de activos y la financiación de organizaciones criminales o terroristas, que se encuentren al margen de la ley. Evidentemente el riesgo de que los recursos invertidos en un proyecto sean usados para actividades criminales no es un riesgo que se presente únicamente en el Crowdfunding, pues en general el lavado de activos y la financiación al terrorismo es un riesgo latente en la gran mayoría de mecanismos que el sistema financiero pone a la orden del día para impulsar el desarrollo de proyectos. Lo que sí se puede asegurar es que el mecanismo de inversión que caracteriza al Crowdfunding se presta más para este tipo de fenómenos en consecuencia de su poca regulación y la forma en la que se canalizan los recursos mediante la plataforma online. La única forma de mitigar este riesgo tan tangible es la creación de mecanismos que controlen la información de los gestores y la viabilidad de los proyectos que están impulsando a partir de la captación de recursos del público.

En séptimo lugar se encuentra el riesgo de actividades fraudulentas por fuera de la operación de Crowdfunding. Dicho riesgo se materializa en la medida en que el destinatario de los recursos haga un uso indebido de ellos, invirtiéndolos en actividades distintas, en nada relacionadas con la destinación específica que tenía dicha inversión, o haciendo uso de dichos recursos para apalancar el proyecto de financiación participativa, pero de forma inadecuada o negligente. Para lograr mitigar el impacto o la ocurrencia de este hecho, regulaciones más actualizadas como la española han plasmado expresas prohibiciones y límites al uso de los recursos captados con la finalidad de encaminarlos y asegurar su adecuada inversión.

En octavo lugar se encuentra el riesgo operativo el cual se materializa en errores de funcionamiento interno de la empresa o sociedad a la que se le están aportando los recursos, generándose un inadecuado uso o gasto de los recursos, no pudiendo el inversionista tener control de la operación. Así mismo, el riesgo operativo conlleva que, al invertir en un proyecto de financiación colectiva, el aportante no tiene la forma ni los medios de conocer a profundidad la experticia del gestor ni mucho menos la forma organizativa interna de la empresa que dicho gestor representa, por lo que está en riesgo el manejo de su aporte. Sin embargo, las regulaciones del Crowdfunding a nivel mundial no obligan a sus gestores a hacer pública dicha información, y hay pocos mecanismos de control y de información que permitan a los aportantes poder escoger con mayor conocimiento de causa a quien le están transfiriendo su capital, desfavoreciendo en gran medida al inversionista

El noveno riesgo, y uno de los más importantes, es la falta de coordinación de la regulación de Crowdfunding a nivel mundial. Es evidente que ciudadanos de diversos países hacen uso de plataformas de financiación colectiva que tienen domicilio en países distintos a los de su residencia y en ese sentido, el hecho de que las regulaciones no se coordinen entre si hace muy difícil determinar la aplicabilidad de cada legislación por fuera de su territorio nacional. A lo cual, no solamente hay problemas de coordinación entre las plataformas online sino también entre los reguladores, y ello complica aún más la posibilidad que tiene cada país de poder mitigar los otros riesgos de los que se ha hablado con anterioridad.

Finalmente se encuentra el décimo riesgo, el riesgo de mercado. Este es un riesgo que de cierta forma recoge a varios de los otros, y se materializa en la baja del precio monetario de los valores emitidos. Es decir, el valor de cada acción o de cada participación que adquiere el inversionista al transferir cierta parte de su capital para apalancar un proyecto de cualquier tipo, puede fluctuar abruptamente acorde con los flujos de instrumentos financieros similares. Es evidente que el constante cambio en los precios del mercado puede afectar de manera fuerte la inversión realizada puesto que puede valorizarla o desvalorizarla en un abrir y cerrar de ojos, además de tener poca liquidez dada la falta de un mercado secundario.

Sin embargo, a lo expuesto anteriormente es considerable afirmar que, el crowdfunding se entabla como una herramienta conveniente y provechosa, que provee una opción de financiación a un mercado más amplio y numeroso de personas que no es acogido por el sistema bancario y bursátil, dadas sus propiedades y requisitos de acceso.

Los países que han modificado su regulación con la finalidad de hacer jurídicamente viable el Crowdfunding, lo han realizado en el marco de una política económica que ha buscado darle un giro a la normatividad esquemática tradicional de las economías, que han impedido un desarrollo más acelerado de la misma. Bajo ese entendido, lo que se ha buscado con la reglamentación de esta figura es hacer viable el crecimiento y desarrollo de pequeñas y medianas empresas mediante la flexibilización de las herramientas de financiación colectiva, desarrollando medios tecnológicos como las plataformas de financiación online, que conecten a quienes tienen gran capacidad de ahorro, con quienes no la tienen, pero que necesitan de capital para impulsar iniciativas que redundarán en empleo y en mejora de la calidad de vida de la sociedad.

Elementos Esenciales y Partes del Crowdfunding

La figura de Crowdfunding financiero ha de tener unos elementos esenciales que lo diferencian de la banca tradicional, el sistema bursátil tradicional u otros mecanismos de financiación. Según Agrawal, Catalini, AviGoldfarb (2013) y Rodríguez de la Heras Ballell (2013) el Crowdfunding financiero o de retorno financiero tiene seis elementos: Emprendedores, inversores, el servicio a intercambiar, el precio al que se determina el intercambio, la plataforma digital, y, por último, el marco regulatorio existente. Elementos dentro de los cuales se entienden incluidas las partes y que en seguida explicaremos.

Son primeramente los emprendedores o gestores quienes ponen en funcionamiento la operación de Crowdfunding, ya que generan la demanda de capitales, en búsqueda de financiación con el fin de emprender. Por regla general, los promotores deben ser personas jurídicas constituidas en el país en donde ejercen su actividad económica, como lo establece el título III del JOBS Act de los Estados Unidos, que dicta que este actor debe ser una entidad americana o extranjera constituida en los Estados Unidos. Las plataformas virtuales deben validar la identidad de los promotores a fin de comprobar quien está accediendo al mecanismo.

Los gestores, promotores o emprendedores tienen tanto unas cargas como unas limitaciones o prohibiciones. Por ejemplo, dentro de sus principales y más importantes obligaciones como lo indica el título III del JOBS Act de los Estados Unidos están: el deber de dar una descripción del negocio a emprender, explicando el plan anticipado del negocio a realizar; Indicar su condición financiera como promotor respecto de los últimos 12 meses anteriores del emprendimiento a desarrollar; También ha de estar obligado a indicar el precio de los valores que busca emitir y/o

el método por el cual se calcula el precio de los mismos, entre otras. (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, 2013)

Una carga determinante que tiene el promotor de cada proyecto, y que se exige tanto en legislaciones como la de los Estados Unidos con el JOBS Act, Inglaterra con el FSMA, Japón con la Ley FIEA y España con la Ley de Fomento a la Financiación Empresarial, es el deber de información integral. Es él quien debe asegurarse de brindar la descripción completa de su proyecto en un lenguaje que pueda comprenderse con facilidad. Así mismo, a medida que el proyecto de financiación participativa obtiene recursos y dichos recursos se empiezan a invertir, el gestor deberá entregar informes periódicos que deberán ser debidamente publicados en la plataforma para que los inversionistas puedan hacer control de la gestión realizada con su inversión. Así se genera una obligación de medio de parte de los promotores, que deben demostrar la diligencia en su actuar como administradores de los recursos captados. (Ballell, 2013)

Por otro lado, el promotor ha de tener unas limitaciones y prohibiciones, y este es el factor en donde se diferencia un país de otro país. Mientras que en los Estados Unidos el JOBS Act de 2012 en su título III permite y promueve la recolección de fondos tanto de inversores profesionales como de no profesionales, en el Reino Unido mediante el “Financial Services and Market Act” FSMA de 2000 se permite la recaudación de recursos a los promotores solo respecto de: 1) Inversionistas sofisticados o con alto valor neto disponible para invertir; 2) inversionistas con asesoría regulada por una persona autorizada por el regulador o FCA; 3) inversionistas no sofisticados que no inviertan más del 10% de su portafolio disponible; 4)

inversionistas que figuran como contacto financiero corporativo o de Venture capital; 5) y a clientes profesionales. Así mismo, en los Estados Unidos tan solo el gestor podrá recolectar fondos por un valor máximo de 1 millón de dólares durante un periodo de 12 meses, limitación que en el Reino Unido se estableció en principio hasta 5 millones y este año se amplió por amplitud de la Ley FSMA a 8 millones de euros durante un año como más adelante se indicará, pudiendo recaudar capital mediante rondas consecutivas.

Además, una de las limitaciones más importantes que tienen los promotores es la de no tener más de un proyecto de financiación participativa por plataforma online. De la misma manera, cada plataforma online debe exigir a su promotor que ponga un límite temporal a su proyecto, obligando al promocionado a devolver los recursos obtenidos mediante la captación virtual, en caso de no poder obtener los recursos esperados en el tiempo previsto.

Como segundo elemento están los inversionistas, que son quienes ofrecen el capital al gestor o emprendedor, quienes buscan obtener la rentabilidad de su inversión, y a diferencia del mercado de capitales y del bursátil dependiendo de la legislación como anteriormente se indicó, el inversionista no ha de tener un conocimiento especializado en el manejo de valores, por lo que enfrenta grandes riesgos en su inversión.

Para el caso de los inversionistas en algunas regulaciones europeas, se encuentra que, por regla general no se requiere ser persona jurídica ni tampoco estar acreditado ante la ley como inversor. Es así como el artículo 81 de la Ley 5 de 2015 sancionada por el rey de España, reza que los inversionistas podrán ser i) acreditados o no acreditados y ii) personas físicas o personas

jurídicas. Aun así, la ley hace distinciones entre estos sujetos de derecho. La diferencia principal entre los acreditados y no acreditados es la cuantía que se les permite invertir en determinado proyecto de inversión colectiva. Quienes estén acreditados como persona jurídica (para lo que se requiere tener un ingreso mínimo anual) se les permite invertir más que a una persona natural no acreditada. Por ejemplo, en España no se le permite invertir a una persona natural no acreditada más de 3.000 euros en un mismo proyecto de financiación participativa o a invertir más de 5.000 euros en un periodo de 12 meses en proyectos publicados por una misma plataforma online. Circunstancia que se replica de forma similar en USA y Reino Unido. En los Estados Unidos mediante el título III del JOBS Act se promueve la recaudación a cualquier tipo de inversionista, estableciendo dos tipos de tope máximo a invertir según el ingreso. Si el ingreso anual o el activo total es menor a 100 mil dólares durante un periodo de 12 meses, se puede invertir hasta 2,000 dólares o el 5% del ingreso total o activo; y si ambos, ingreso anual y activo total son iguales o mayores a 100 mil dólares durante un periodo de 12 meses, se puede invertir hasta un 10% del activo o ingreso total, cualquiera sea menor y que no sobrepase 100 mil dólares. En el Reino Unido el inversionista no profesional podrá invertir máximo el 10% de su ingreso anual, mientras que los inversionistas profesionales podrán superar ese tope, dada su calidad.

Otro caso similar es el de Japón en donde cualquier inversionista puede participar del Crowdfunding, pero debe realizar su inversión mediante un proceso que denomina “e-soliciting”. Este proceso consiste en que es un comisionista de bolsa es el que recibe las solicitudes de los inversionistas para invertir, realizándose esto a través de la página web del portal online o vía e-mail, para consecutivamente trasladar el aporte o capital al proyecto elegido por el inversionista. Es decir, en modo análogo a como lo estipula el Jobs Act de los Estados Unidos, es una comisionista de bolsa la que figura como administradora de la plataforma de crowdfunding

online, siendo esta la que recibe las solicitudes de inversión solamente por vía electrónica, para luego realizar la conexión entre inversionista y gestor.

En tercer lugar, se encuentra el servicio a intercambiar, es decir el capital que el emprendedor requiere y por otro lado el inversionista ofrece, y que se materializa en el cuarto elemento que es un precio de transacción acordado por ambas partes. Consecuentemente la financiación que se captará del público deberá ser destinada exclusivamente al proyecto concreto que el promotor está impulsando.

En ese sentido las regulaciones ibero-latinoamericanas son muy estrictas, pues se aseguran de quien impulsa el proyecto de financiación colectiva se atenga a lo prometido al público. Un buen ejemplo es la legislación española, particularmente el artículo 52 de la Ley 5 de 2015, que prohíbe expresamente que los recursos obtenidos de particulares se destinen a proyectos que busquen como última finalidad:

1. *La financiación profesional de terceros y en particular la concesión de créditos o préstamos*
2. *La suscripción o adquisición de acciones, obligaciones y otros instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado, en un sistema multilateral de negociación o en mercados equivalentes de un tercer país*
3. *La suscripción o adquisición de acciones y participaciones de instituciones de inversión colectiva o de sus sociedades gestoras, de las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado. (Faus)*

Con dicha normatividad el legislador español buscaba que “los proyectos de financiación participativa deberían destinar la financiación que se pretende captar exclusivamente a un proyecto concreto del promotor, que solo podrá ser de tipo empresarial, formativo o de consumo” (Rodríguez, 2015, p. 15), sin que en ningún caso se permitiese que los recursos

obtenidos del público fuesen destinados para las actividades anteriormente enumeradas, tal como se establece en el artículo 49 de su ley de impulso a la innovación empresarial.

En quinto lugar, está la plataforma online, que es denominada por normas como el Jobs Act de los Estados Unidos (2012) como “intermediario” que actúa entre inversionista y gestor, prestando un servicio entre las partes para que sea posible la transacción.

Estas plataformas están obligadas por la regulación respectiva a prestar servicios como i) la recepción, selección y publicación de los proyectos presentados por los gestores y ii) servir de canal de intermediación entre los gestores y los posibles inversionistas para así facilitar la financiación de los proyectos de inversión que se impulsen. Además, en países como España a través de la Ley 5 del 27 de abril de 2015, la reglamentación de esa modalidad de financiación obliga a las plataformas a prestar servicios auxiliares tales como i) asesoramiento a los promotores en relación al área de tecnologías de la información con la finalidad de facilitar la publicación online del proyecto, ii) brindar análisis de los proyectos de participación que reciba donde se incluya la determinación del riesgo que implica invertir en cada uno de ellos, lo cual es de resaltar entre las legislaciones extranjeras, ya que la mayoría no permite que las plataformas se involucren en la promoción o calificación de los proyectos iii) poner a disposición de gestores e inversionistas los modelos de contratos que pueden usar para facilitar la consolidación de la inversión, entre otros.

Así mismo, estas plataformas deben estar debidamente inscritas en los registros que cada país cree para dicho fin. Por ejemplo, en los Estados Unidos las plataformas tienen la obligación de

estar registradas ante la Securities Exchange Commission (SEC) y de convertirse en miembro del Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) teniendo que ser operada por un comisionista de bolsa (Broker-dealer) o lo que denominan “portal fundador” que debe estar registrado. Por regla general la ley exige que cada plataforma debe tener personería jurídica cuyo único objeto social sea el de la realización de la actividad de intermediación online para la captación de recursos del público. Ello tiene como finalidad que todo el capital que posea la sociedad tenga como fin respaldar las obligaciones que adquiriera la plataforma para con sus clientes.

Una de las obligaciones más importantes que tienen las plataformas online es la de brindar al inversionista el acompañamiento para que este pueda formalizar, con arreglo a la respectiva regulación, los contratos que materializaran los derechos y obligaciones que se derivan del acuerdo de voluntades de las partes del negocio. La regla general es que la normatividad imponga a dichas plataformas, la carga de asegurarse de que las partes firmen los respectivos contratos sobre todo en los casos en donde la inversión realizada tiene como efecto inmediato la suscripción de acciones de participación en alguna empresa.

De la misma forma sucede cuando la finalidad de la relación surgida entre el inversionista y el gestor es la de préstamo, del primero al segundo. Ello en razón a que la normatividad suele ser mucho más rigurosa y precavida en la regulación de los tipos de Crowdfunding en donde la finalidad es el lucro de una o de ambas partes, a diferencia de lo ocurrido en los tipos de Crowdfunding que buscan impulsar o promover los proyectos de tipo social o político en donde se da mucha más libertad a las partes para que determinen la forma en la que se desarrollara el negocio y la imposición de cargas para los intervinientes es mucho menor.

Estas plataformas tienen unas prohibiciones, que de forma general en las diferentes legislaciones tienden a ser parecidas. Una de las principales limitaciones a las plataformas es el ofrecimiento de asesoría o recomendaciones a los inversionistas sobre los proyectos a los que van a invertir o el monto de la inversión, que se considera una característica que no debe estar al interior de su actividad. A su vez, se les prohíbe a estas la compensación de pérdidas o ganancias ya sea a promotores como a los inversionistas, esto debido a que la plataforma es un intermediario y no sujeto activo en la inversión y transacción de los valores. Del mismo modo, las plataformas no pueden tener un interés financiero en la oferta de valores, salvo que reciba un rendimiento financiero como contraprestación por el servicio de prestar el servicio online. Por último, las plataformas no pueden mantener, poseer o manejar los fondos o valores de los inversionistas, ya que tan solo actúa como intermediario y no gestor de la actividad.

Las prohibiciones anteriormente mencionadas son comunes a la mayoría de las regulaciones internas, pero se destacan otras, que, aunque no se encuentran como factor común en el derecho comparado, si llaman la atención por la importancia que tienen en su jurisdicción. Como ellas están las que prohíben a dichas plataformas:

1. *“Recibir fondos por cuenta de inversores o de promotores salvo que tengan la finalidad de pago y la plataforma cuente con la respectiva autorización del ente regulador”, caso que se presenta en la regulación española.*
2. *Recibir activos de promotores en nombre propio, ya sea por cuenta propia o bien por cuenta de los inversores, en garantía de cumplimiento de sus obligaciones (las de los promotores), frente a sus inversores.*
3. *Asegurar a sus gestores o promotores la captación de fondos, pues la plataforma tiene una obligación de intermediación y de interconexión, que se caracteriza por ser una obligación de medio más no una de resultado. Esta prohibición se encuentra tanto en la regulación chilena como en la española. (Albiñana, 2015)*

Si bien se pueden encontrar factores comunes en el derecho comparado frente a las prohibiciones de las plataformas de financiación colectiva, cada regulación se caracteriza por ciertas normas que las distinguen unas de las otras. Ello en razón a que en cada país se presentan condiciones internas distintas y cada uno de ellos se relaciona de manera diferente con el sector privado y con los inversionistas del exterior y dicho fenómeno se ve reflejado en sus articulados particulares.

Inclusive, en muchos países el Crowdfunding no está regulado o es prohibido pues, por sus condiciones internas y su relación con el exterior, no lo consideran como una herramienta que puede impulsar el desarrollo empresarial e incentivar la innovación sino como un mecanismo que pueden usar los delincuentes para lavar activos que han sido obtenidos de manera ilegal o por lo menos irregular.

En ese sentido, el margo legal se convierte en un factor determinante para el análisis de esta figura, pues si bien no es un elemento de la relación contractual, esta figura puede variar en su reglamentación de país en país teniendo requisitos de funcionamiento menos estrictos y complicados como los del mercado de valores y el del mercado de capitales. Como por ejemplo el JOBS Act de los Estados Unidos, que regula el equity Crowdfunding como una excepción a los valores tradicionales, con normas menos estrictas y más permisivas.

Como sexto, y último elemento se encuentra que, los entes reguladores de los proyectos de financiación colectiva son determinantes para el funcionamiento del Crowdfunding pues son quienes controlan y hacen seguimiento y supervisión al manejo que se hace de los recursos captados del público. El papel que juegan estos entes, dependiendo la legislación, es relevante

sobre todo para los inversionistas no acreditados y aún más para quienes invierten por primera vez en un proyecto de este tipo.

Para el caso español, se encuentra que el ente encargado de la supervisión, inspección y sanción es la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En España dicha comisión tiene la facultad de solicitar a las plataformas de financiación colectiva toda documentación requerida con la finalidad de poder desempeñar de la mejor manera sus funciones, sobre todo para poder recolectar el acervo probatorio requerido para sancionar cuando sea el caso. De dicha facultad se desprenden obligaciones para el resto de las partes del contrato como lo son las de la plataforma online que anualmente debe presentar a la comisión reguladora las cuentas auditadas con el informe de la auditoría adjunta, un resumen de los proyectos publicados y ejecutados, un informe pormenorizado de las quejas presentadas por los inversionistas o los gestores, entre muchas otras particularidades.

La mayoría de las regulaciones de habla hispana coinciden en el tipo de infracciones sancionables por los respectivos entes reguladores. Tanto en Chile como en España, las comisiones respectivas están acreditadas para sancionar a las plataformas de financiación colectiva cuando: i) la plataforma reincida en la intermediación para proyectos que no acrediten todos los requisitos exigidos por la respectiva regulación nacional, ii) las plataformas que presten el servicio de intermediación online sin estar acreditadas por el ente regulador respectivo, iii) la presentación extemporánea o no presentación de los informes solicitados por el ente regulador respectivo, iv) la plataforma se niegue a entregar la documentación requerida por el ente regulador, hecho que impide que se cumpla con la atribución legal de supervisión, control y

sanción, v) la plataforma no brinde a los inversionistas la información exigida por la regulación respectiva, vi) la plataforma no corrobore que los gestores o promotores de los proyectos de inversión colectiva publicados en sus dominios cumplan con los requisitos que la ley les exige para tener tal categoría, entre otros.

Dichas regulaciones también coinciden en el tipo de sanciones aplicables. Dichas sanciones se pueden dividir en dos grandes categorías. La primera es la sanción monetaria, en la que se imponen multas al infractor que varían en su cantidad dependiendo de la gravedad de la infracción (que se modifica dependiendo de cada legislación). El segundo tipo de sanción es la operacional que consiste en suspender o cancelar definitivamente la licencia de funcionamiento como plataforma online. En los casos más graves esta sanción puede extenderse al punto de que a una plataforma no solo se le puede suspender o cancelar su licencia, sino que también se le puede impedir que solicite una nueva a futuro.

Clases de Crowdfunding

Como anteriormente se indicó existen de forma consolidada y a nivel mundial cuatro tipos de Crowdfunding: De donación, De préstamo, De recompensa y de acciones o equity. Para los propósitos del presente estudio, se pretende realizar una intensificación en la explicación del Crowdfunding de acciones o Equity, no sin explicar a grandes rasgos los otros tres tipos.

I. Crowdfunding de Donación

Es aquel en que

Los inversores donan su dinero a un fondo, sin ningún tipo de contraprestación, los proyectos que suelen financiarse mediante este tipo de Crowdfunding son de carácter social o humanitario. Más que una forma de financiación se suele ver como una muestra de solidaridad. (Torreguitart & Torres, 2015, p. 25).

Este modelo funciona de la misma forma que una donación tradicional. No hay contraprestación dada al inversionista, ni tampoco rendimientos. Lo que busca este tipo de Crowdfunding es la recaudación de fondos para un fin social, sea mediante la participación en un proyecto solidario o humanitario.

Gonzalo García Matilla (2017) explica que *“en este modelo y gracias a las plataformas de crowdfunding, existe una comunicación directa entre el promotor, beneficiario y los donantes consiguiendo una mayor transparencia y generando confianza en el proyecto”* (p. 16). Esto es de gran importancia, dado el objetivo del modelo de donación que es el impulso de proyecto sin ánimo de lucro.

La plataforma de Crowdfunding lo que permite es hacer el seguimiento de la financiación del proyecto social o cultural, pudiendo observar el desarrollo de este. Es decir, hay una inclusión completa de los financiadores en el proyecto a ejecutar, creándose líneas de comunicación permanente entre promotores y financiadores, lo que puede ser más atractivo que el modelo tradicional de donación.

Por último, un elemento que caracteriza este tipo de Crowdfunding es la no existencia de máximos o mínimos a financiar por parte del financiador. Acá el que dona es libre de invertir la cantidad de dinero que desea, no teniendo límites.

II. Crowdfunding de Recompensa

El diario El Economista de España (2015) indica que es “*en el que se ofrece una recompensa como contraprestación a las aportaciones.*”, ofreciéndose así un producto o servicio como beneficio a la aportación de dinero realizada. Lo que ocurre en este modelo es que el aportante es inversionista al mismo tiempo, toda vez que mediante su aporte se impulsa y desarrolla el proyecto, haciendo parte de los procesos productivos del mismo, para que así este tenga éxito.

Gonzalo García Matilla (2017) en su documento “*La colaboración como nuevo modelo económico: el crowdfunding o financiación participativa*” explica que hay dos subclases del Crowdfunding de recompensa o Reward-based Crowdfunding, que son según el valor aportado y según la cuantía de la recompensa.

Según el valor aportado, es la cantidad del aporte que determina la recompensa, es decir, a mayor aporte mayor recompensa, entregándose un bien, servicio o derecho al aportante de acuerdo con su aporte realizado. Como ejemplo, están las entradas a un concierto u obra de teatro, donde a mayor aporte mejores sillas o privilegios para quien invierte.

Por otro lado, según la cuantía de la recompensa se entiende “*como un contrato de compraventa, de obra o de prestación de servicios, en el cual el financiador aporta anteriormente el pago del precio del producto que necesita el promotor para poder llevar a cabo*

la actividad.” (García, 2017). Con esto se puede afirmar que, el aportante previamente a la realización del producto o servicio que se espera realizar va a entregar una suma de dinero al promotor del proyecto para que una vez terminado, le haga entrega de este.

Además, analizando la figura se puede clasificar en tres sub-modalidades según la recompensa. Primero estaría la recompensa preordenada la cual consiste en obtener un derecho sobre el producto de manera anticipada, así, una vez realizado el producto el financiador o inversionista lo obtiene de forma inmediata. Por ejemplo, en la realización de un disco de música, o la composición de un libro, la recompensa sería en el primer caso el disco y en el segundo, el libro para quien aportó a su financiación. En segundo lugar, estaría la recompensa de servicio que consiste en proveer de un servicio como contraprestación a la inversión. Un ejemplo claro sería las entradas a una obra de teatro para quienes la financian, o incluso boletas para un buffet en contraprestación a la financiación del determinado proyecto, caso explicado con antelación. En tercer y último lugar, está la recompensa de reconocimiento, que consiste en darle reconocimiento al financiador mediante la disposición de su nombre en la página web, productos o logos del proyecto que se ejecuta.

Milaap (2017) que es una plataforma de Crowdfunding India especializada en donación y recompensa, explica que este tipo de Crowdfunding es ideal entre negocios a promover y consumidores, más no entre negocios y empresas, dado que no sería rentable. Esto debido a que en el Crowdfunding de recompensa no se está recibiendo una contraprestación directamente proporcional al monto de dinero aportado, sino un bien, reconocimiento o servicio que atiende a la naturaleza de lo se invierte, no obteniendo un rendimiento o utilidad monetaria como retorno.

Es interesante destacar el tipo de promotores o gestores que acuden a este tipo de Crowdfunding, pues por lo general los individuos que acuden a este modelo son artistas, músicos o escritores, los cuales no tienen cantidades significativas de capital por lo que no son aptos para obtener créditos del sistema bancario tradicional, por lo cual este surge como alternativa ideal en el emprendimiento de sus proyectos. Dos plataformas reconocidas que prestan el servicio de crowdfunding de recompensa son Indiegogo y Kickstarter.

III. Crowdfunding de Préstamo

Es definido como “el uso de una plataforma en línea que junta prestamistas/inversores con usuarios/prestatarios para realizar préstamos no garantizados.” (IOSCO, 2014, p.9), en esta plataforma una persona o varias prestan una financiación a una empresa o persona, obligándose el receptor del dinero a devolverlo con un interés fijo, la figura del interés aparece en esta modalidad como la contraprestación a los aportes recibidos. Ese interés ha de ser establecido por la plataforma online conforme a sus criterios, y de acuerdo con el nivel de riesgo del prestatario.

El solicitante o prestatario puede ser tanto persona natural como jurídica. Lo que difiere esta modalidad de Crowdfunding de los préstamos del sistema bancario tradicional, es el hecho de que varios prestamistas puedan proveer pequeños montos de dinero entre todos ellos para un préstamo total que requiera el solicitante. Denominándose este pequeño aporte de cada

prestamista como lo indica IOSCO (2014) “partes de préstamo”, que pueden llegar a ser de unos cuantos dólares o euros.

Análisis de la emisión de acciones de crowdfunding como valor

El Crowdfunding de acciones o Equity tiene por objetivo la emisión de acciones a favor de los inversionistas que aportan capital a un proyecto de emprendimiento o empresa de un gestor. Teniendo en cuenta la cantidad de dinero aportado, cada inversionista tiene derecho a un número proporcional de acciones que le serán asignadas dependiendo el capital aportado.

La cuestión por determinar respecto de este instrumento es la de: corroborar si según el ordenamiento colombiano actual y más específicamente la regulación del mercado de valores, las acciones emitidas de esta figura pueden ser consideradas como valor, y de ser afirmativo, tendría o no que contar con autorización del Estado.

Así, es necesario analizar la Ley 964 de 2005 entendida como la Ley del Mercado de Valores para abordar la discusión, teniendo a su vez en consideración el Decreto 2555 de 2010.

El artículo 2 de la Ley 964 de 2005 indica que es considerado como “valor” todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, teniendo por objeto o efecto la captación de recursos del público.

La Superintendencia Financiera de Colombia (2015) explica que el hacer parte de una emisión consiste en alguna de estas dos circunstancias: primera, que se haya creado en masa como un único acto; y segundo, que se trate de valores seriales creados por orden de la junta directiva de la sociedad emisora. Situación que se refleja respecto de la primera circunstancia que se presenta en el Crowdfunding de acciones, donde se realiza una emisión masiva de acciones a los inversionistas en un único momento luego de recibido el capital.

Modo por el cual, se puede entender que se presenta la existencia de un valor ya sea acciones o bonos provenientes de la operación de crowdfunding, dado que se está emitiendo un derecho de carácter negociable, para la obtención de recursos del público mediante una oferta que es abierta al público.

En adición, el literal b del artículo 4 de la Ley 964 de 2005 le da la posibilidad al gobierno nacional de dar el reconocimiento de la calidad de valor a cualquier derecho de contenido patrimonial o a cualquier instrumento financiero, esto posibilitando la denominación de valor a las acciones emitidas por Crowdfunding, y lo que realizó el gobierno nacional mediante el Decreto 1357 de 2018 sobre la actividad de financiación colaborativa, el cual se estudiará más adelante.

Así pues, considerándose ya la acción o bono de Crowdfunding como un valor para la regulación bursátil, tenemos que determinar si se está frente a una oferta pública de valores, toda vez que la emisión que se realiza del Equity Crowdfunding se dirige al público en general, y de ser así, la pregunta sería, de que se requeriría.

El Decreto 2555 de 2010 en su artículo 6.1.1.1.1 indica que se ha de considerar 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 masa, otorgando así a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías. Además, el mismo artículo indica que no se considera como oferta pública aquellas que provengan de capitalizaciones ordenadas por la Superintendencia Financiera que tenga como destinatarios los accionistas de la misma sociedad o que busquen capitalizar obligaciones de esta. Análogamente, tampoco se considerará la oferta que conste de acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones que se dirija a menos de 500 accionistas de la misma sociedad (Superintendencia financiera de Colombia, 2010).

De este acápite podemos determinar que si se cumpliría con el concepto de oferta pública cuando se oferten los valores de Crowdfunding, dado que como anteriormente se constató, los valores que se habrán de ofertar se dirigen al público en general, teniendo como objetivo una pluralidad indeterminada de personas, en búsqueda de la suscripción y enajenación de los valores, para la obtención de inversión.

De acuerdo con el párrafo 1 del artículo 3 de la Ley 964 de 2005 cualquier entidad que realice una emisión u oferta de valores estará sujeta a supervisión del Estado, requiriendo por ende autorización por parte de la Superintendencia Financiera, y consecuentemente la inscripción del determinado valor en el Registro Nacional de Valores y Emisores, por mandato del artículo 5.2.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

Sin embargo, La Unidad de Regulación Financiera del Ministerio de hacienda y crédito (2016) inicialmente consideró la figura de Crowdfunding dentro de la figura de sistema de negociación de valores, como actividad del mercado de valores que solo puede ser realizada por sociedades anónimas sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera, lo que conlleva más adelante que así mismo lo estatuyera el Decreto 1357 de 2018 que regula la financiación colaborativa (Crowdfunding) en su artículo 2.41.1.1.3, el cual será objeto de estudio más adelante. No obstante, a consideración propia este requisito legal podría no ser correcto, dado que tiene mayor semejanza y relación con un sistema de pago online que se realiza mediante la plataforma, más no un sistema de negociación de valores que conlleva una estructura muy compleja y regulada. Esto debido a que desde una perspectiva objetiva lo que ocurre en la operación de crowdfunding es una mera actividad de contacto e información por parte de la plataforma online entre gestores e inversionistas, lo cual no requeriría de autorización o vigilancia por parte del Estado, ya que no contraviene ninguna regla del sistema financiero. Sin embargo, de lo cual si requeriría autorización sería la realización de la emisión de valores que se llegue a realizar, previa a la ejecución de la oferta pública.

Derecho Comparado

Estados Unidos

En los Estados Unidos la regulación que cobija el Crowdfunding se denomina “JOBS Act” o por sus siglas “Jumpstart Our Business Startups Act”, a lo que en español se traduce como el “impulso de los emprendimientos”. Fue un acto que se expidió durante la administración del presidente Barack Obama en el año 2012 debido al crecimiento del fenómeno dentro de las

economías emergentes, y que consta de 7 títulos, dos más que en el Decreto en Colombia. Este Acto de los Estados Unidos adiciona y modifica el “Securities Act” de 1993 por el que se regula el mercado de valores, escenario que ocurre igual en Colombia donde el Decreto 1357 de 2018 busca adicionar y modificar el Decreto 2555 por el cual se expiden normas del sector financiero, asegurador y del mercado de valores.

A primera vista se puede evidenciar que la regulación del Crowdfunding en los Estados Unidos difiere del caso colombiano en su estructura más no en su esencia.

En el caso colombiano el planteamiento de la figura se enfoca en la administración de lo que denomina las “entidades de financiación colaborativa” para luego si establecer normas aplicables a los receptores de los recursos y a los aportantes de estos. El Jobs Act de los Estados Unidos toca el tema de forma general, regulando aportantes, receptores y plataformas o como denomina “funding portals” sin enfatizar en ninguno de ellos. Esto se puede evidenciar en la concentración de la materia en tan solo el título 3 de toda la Ley, donde su planteamiento es general y no minucioso. Distinto del caso colombiano, donde es todo el Decreto el que se destina a regular la materia.

En este título 3 del Acto se constituye un marco legal donde los órganos de control y vigilancia del sector financiero como la SEC (Securities Exchange Commission) y el FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) que se equiparan a la Superintendencia Financiera en Colombia y al Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), que tienen la función de velar por su cumplimiento. Circunstancia que se refleja de modo similar al caso colombiano, ya que es

la Superintendencia Financiera la que ha de ejercer vigilancia sobre las entidades que establecen plataforma de Crowdfunding online. Es de aclarar que la AMV no tiene ninguna competencia respecto de la actividad de financiación colaborativa.

Normalmente cuando se realizan ofertas públicas de valores en los Estados Unidos, estas deben estar registradas ante la SEC por mandato del “Securities Act” de 1933, siempre y cuando no haya una exención. Lo que hace el título 3 del Jobs Act es estatuir el Crowdfunding como una actividad especial excepcional exenta de este registro, denominándola “Crowdfunding exemption”. Es decir, permite la emisión y venta de valores de Crowdfunding sin tener que realizar el registro legal que una operación de esta naturaleza demandaría en el mercado tradicional bursátil. Sin embargo, para que esta exención pueda ser acogida debe cumplir con dos parámetros: Primero, el acumulado total de valores emitidos a los inversionistas no puede exceder 1 millón de dólares en un periodo de 12 meses; y segundo, los inversionistas están limitados a un máximo a invertir en un periodo de 12 meses de acuerdo con su ingreso anual. Así, si el ingreso anual neto del inversionista es menor a 100 mil dólares, su inversión se limita a 2 mil dólares o al 5% del menor valor que reciba anualmente; y si su ingreso anual neto es mayor a 100 mil dólares, su inversión se limitara al 10% de su ingreso total anual, no pudiendo exceder 100 mil dólares.

El caso colombiano no establece de igual forma el Crowdfunding como una excepción a la aplicación de las normas sobre emisión y oferta pública de valores, sino como una actividad distinta del mercado de valores, que se evidencia en su artículo 2.41.5.3.7 donde se indica que la emisión, circulación, cancelación o cualquier otro acto relacionado con los valores de

financiación colaborativa serán regidos por lo dictado en el referido Decreto, separándolo así del mercado tradicional de valores. En efecto en el título 5 sobre los valores emitidos por la plataforma de financiación colaborativa, se dicta que estos si se entienden como valores, denominándose “valores de financiación colaborativa”, sin embargo, indica que las emisiones de valores de Crowdfunding no constituyen oferta pública y no serán inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores. Del mismo modo, en el título 4 del Decreto, se les establece a los aportantes una limitante en su inversión. El Decreto 1357 de 2018 establece las limitantes frente a los inversionistas, pero con respecto al tipo de inversionista que realiza el aporte de capital. Así, el límite de inversión se establece frente a dos sujetos: el aportante no calificado y el calificado. El primero el cual no tiene las características del aportante calificado no podrá comprometerse a invertir o efectivamente realizar la inversión que supere el 20% de sus ingresos anuales o patrimonio, el que sea mayor; el segundo, el cual se denomina aportante calificado no le aplicará el límite anterior previsto, entendiéndose por este como aquel que cumple uno o más de estos requisitos: i) tener un patrimonio igual o superior de 10.000 smmlv; ii) ser titular de un portafolio de inversión de valores, distintos a los valores de financiación colaborativa igual o superior a 5.000 slmv; iii) tener certificado de profesional del mercado de valores como operador expedido por el un organismo autorregulador del mercado de valores; iv) tener calidad de entidad vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia; y/o v) ser un organismo financiero. Es decir, no hay límite de inversión para los aportantes calificados, siendo esto una circunstancia que promueve la inversión hacia la figura, y en sí, a los proyectos productivos que busquen capital.

Ambas regulaciones se ocupan de establecer normas sobre quienes están autorizadas para funcionar u operar como plataformas intermediarias de Crowdfunding, y su debido registro ante las autoridades. El Jobs Act en su sección 4a establece los requisitos que deben cumplir los intermediarios o plataformas online en las operaciones de Crowdfunding. El primero de ellos indica que las plataformas intermediarias deben figurar como comisionistas de bolsa o “portales de financiación”, figura que explica el Securities Exchange Act (1933) como “*cualquier persona que actúa como intermediario en Crowdfunding, y que no se encuentra realizando actividades prohibidas por la Ley*” (p. 38). Dentro de la misma sección, se indica que las plataformas deben registrarse con la SEC y el FINRA, que figura como la entidad que inspecciona el debido registro de las plataformas, y se asegura del cumplimiento de las leyes federales de valores por parte de estas. Así, tan solo aquellas plataformas de Crowdfunding que estén registradas antes la SEC y sean miembros del FINRA, tienen la autorización legal para vender y ofrecer valores en nombre de los promotores o gestores de los proyectos de Crowdfunding.

En el caso colombiano esto ocurre de modo similar, en el Título 1 del Decreto (2018) se indica que solo están autorizadas para ser entidades administradoras de plataformas electrónicas de financiamiento colaborativa, las sociedades anónimas que tengan como objeto exclusivo el “*poner en contacto de manera profesional a un número plural de aportantes con receptores que solicitan financiación en nombre propio...*” (p. 3), o las bolsas de valores y sistemas de negociación de valores autorizados por la Superintendencia financiera de Colombia, prohibiendo así, de forma similar como lo hace el “Investment Company Act” de 1940 que una compañía de propósito no específico pueda llegar administrar estas plataformas. Seguidamente, el Decreto estatuye que estas entidades de financiación colaborativa que administren las plataformas deben

estar inscritas en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores y estar sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia

Otro tema del cual se evidencia semejanza directa con la legislación americana por parte del caso colombiano es la de los deberes y prohibiciones de las entidades administradoras de las plataformas online. Tanto el Jobs Act de 2012 como el Decreto 1357 de 2018 dentro de sus principales deberes se indica que las administradoras de las plataformas deben: expedir un reglamento de funcionamiento, proveer de información al público sobre los proyectos a financiar, llevar registro de los proyectos a financiar, realizar procedimientos de conocimiento del cliente en cuanto a su educación financiera, al igual que procedimientos para la prevención de lavado de activos y fraude, guardar confidencialidad de sus clientes, y el de suministrar toda la información que requieran las entidades de control. Por otro lado, dentro de sus prohibiciones se encuentran las de prestar asesoría a las partes frente a los proyectos a financiar, recibir recursos de los proyectos, compensar o asegurar retornos o rendimientos a los inversionistas sobre los proyectos, otorgar préstamos o tener interés económico alguno de los proyectos, u otras que el órgano de control y supervisión dicte.

Por último, otra similitud entre las legislaciones es la de los requisitos que se le exigen al receptor de los recursos provenientes de los inversionistas. Aquí tanto la legislación americana como la colombiana enfatizan en la obligación que tiene el gestor o promotor de los proyectos, de realizar una descripción completa del proyecto productivo y de los planes o el plan de negocio que se han de realizar en torno a los mismos. Así mismo, se puede evidenciar que ambas leyes exigen de los promotores la exposición y descripción de sus condiciones financieras presentes y

anteriores al proyecto a promover. Esto en cuidado y protección de los inversionistas, ya que se debe proveer la información tanto a los inversionistas como a la plataforma online, y en el caso de Estado Unidos a los órganos de control también. Aquí, la legislación colombiana si difiere de la americana, y en su desfavor, ya que el Decreto plantea que los proyectos productivos no son objeto de autorización ni de supervisión por parte de la Superintendencia Financiera, no dando ni su aval ni certificación sobre la solvencia de los proyectos o los gestores de los proyectos, afectando así la confianza del público en la figura y su seguridad.

Reino Unido

De modo similar a como ocurre en los Estados Unidos, donde el Jobs Act de 2012 Modifica el Securities Act de 1933 que regula el sistema financiero y el mercado de valores, en el Reino Unido el “Crowdfunding and the Promotion of Non-readily realizable Securities Instrument” de 2014 modifica el “Financial Services and Markets Act” (FSMA) de 2000 que regula el sistema financiero y mercado de valores. Cabe aclarar, que aquí es el órgano de control y supervisión del sistema financiero el que dicta y expide las normas que regulan el sistema financiero y en este caso el bursátil. Lo hace mediante instrumentos legales, como el anteriormente citado, o mediante el manual de comportamiento de negocios o denominado “Conduct of Business Sourcebook” (COBS) del año 2007, que dicta las conductas que los operadores financieros y bursátiles deben seguir.

Es así, que en el Reino Unido el Crowdfunding no solo se rige por el instrumento legal de 2014 que lo regula y lo introduce al ordenamiento legal, sino que a su vez se cobija bajo la

norma general del mercado financiero y de valores FSMA del 2000, el COBS de 2007 y demás normas dictadas por la FCA.

Por definición del título 2, artículo 22 del FSMA (2000) el cual indica cuales son las actividades reguladas, el equity Crowdfunding se entiende como una actividad regulada, ya que esta se trata de una inversión o un subtipo de esta, requiriéndose por ende de la autorización de la “Financial Conduct Authority” para su funcionamiento, por mandato de esta FSMA.

Inicialmente el instrumento legal de 2014 que introduce el Crowdfunding y modifica la ley FSMA estatuye un límite máximo que pueden recaudar los gestores de 5 millones de euros. Sin embargo, la FCA mediante memorando explicativo de la FSMA No. 786 de 2018 modifica el límite inicial ampliándolo a un total de 8 millones de euros, e instaurándose junto con Alemania como las legislaciones que permiten mayor recaudo del equity Crowdfunding. (Hm Treasury UK, 2018, p2)

Punto seguido vemos que al igual que el Decreto del caso colombiano, las normas dictadas por la FCA en el año 2014 indican que solo firmas o sociedades autorizadas por esta entidad puede operar como administradoras de plataformas online de Crowdfunding.

Las reglas establecidas por la legislación inglesa buscan primeramente que haya una protección de los inversionistas frente al riesgo de pérdida de sus dineros, estableciendo en el instrumento legislativo de 2014, y el COBS de 2007 en su parte 10.1 y 10.2, que las firmas administradoras de plataformas de Crowdfunding deben evaluar el conocimiento de los clientes

sobre el riesgo que conlleva invertir, y determinar si estos cumplen con unos parámetros de adecuación para figurar como apropiados para la inversión de sus dineros. Así, de llegarse a comprobar que las firmas administradoras no realizan la evaluación de los clientes o inversionistas de forma apropiada o correcta, pueden aplicarse sanciones por parte de la FCA. De igual modo, el caso colombiano establece estos parámetros por medio de los deberes de las administradoras de las plataformas electrónicas, que tienen la obligación de evaluar, tramitar y decidir sobre las solicitudes de vinculación de los aportantes a las plataformas, estableciendo al igual que el caso inglés un filtro de personas hábiles para poder invertir.

Con la misma importancia, la legislación inglesa establece al igual que el caso colombiano la obligación de proveer información al público en general y a los inversionistas de las características generales y posibles riesgos que pueden conllevar cada uno de los proyectos a promocionar. Esto se conecta tanto en una como en la otra legislación, que los aportantes deben firmar un documento aceptando los riesgos que conlleva la inversión de Crowdfunding.

Por último, un punto fundamental del cual se evidencia una similitud con la legislación inglesa respecto de la colombiana es el carácter o denominación que se le asigna a los valores emitidos y ofertados por Crowdfunding.

En el Reino Unido, la FCA los listó bajo la denominación de “non-readily realizable Securities” que se entienden como valores no listados en el mercado de valores, que tienen una marcada limitación frente al mercado secundario. Es decir, su reventa o negociación secundaria

se encuentra circunscrita a canales no tradicionales de negociación de valores, como las mismas plataformas online.

Esto mismo ocurre en Colombia con el de Decreto 1357 de 2018. En su título 5 se establece que los instrumentos representativos de deuda o capital emitidos por las plataformas de financiación colaborativa si tendrán la calidad valores, y les da la denominación de “valores de financiación colaborativa”. Así mismo, este indica que las emisiones de estos valores no constituyen oferta pública de valores, que estos valores no estarán listados en el Registro Nacional de Valores y Emisores, y, por último, al igual que la legislación inglesa establece la prohibición de que los valores de financiación colaborativa puedan trasladarse o negociarse en el mercado principal o secundario. Es decir, limita su circulación a medios mercantiles comunes.

España

En España, la ley que reglamenta las plataformas de financiación colectiva a través de las cuales se materializa la inversión en proyectos de emprendimiento es la Ley 5 del 27 de abril de 2015 denominada también como Ley de Fomento de la Financiación Empresarial. Especialmente en su título V se reglamenta lo concerniente al régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa a lo largo de varios capítulos.

El primer aspecto por resaltar es que, al comparar la regulación española con el Decreto 1357 de 2018, que en Colombia regula el Crowdfunding, es que en ambos casos se define dicha actividad de manera muy similar. Por un lado, el artículo 46 de la ley española establece que:

Las plataformas de financiación participativa son las empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros

medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores. (Casasola, 2017, p.12)

De manera muy similar, la regulación colombiana a través del Decreto 1357 de 2018 por medio del cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con la actividad de financiación colaborativa establece en su artículo 1 que:

La actividad de financiación colaborativa es aquella desarrollada por entidades autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia, a partir de una infraestructura electrónica, que puede incluir interfaces, plataformas, páginas de internet u otro medio de comunicación electrónica, a través de la cual se ponen en contacto un número plural de aportantes con receptores que solicitan financiación en nombre propio, para destinarlo a un proyecto productivo de inversión (Decreto 1357, 2018, p.2)

En ese sentido se puede afirmar que, en ambos países, las leyes a las que se refiere, se está buscando regular el mismo fenómeno.

Así mismo, otro aspecto relevante en el que se asemejan el Decreto nacional 1357 de 2018 con la ley española es que en el primero se establecen como modalidades de financiación colaborativa únicamente la que se realiza a través de valores representativos de deuda y la que se realiza a través de valores representativos de capital social, excluyendo de manera tajante toda actividad en donde no haya ánimo de lucro como lo son las donaciones tal y como lo establece su artículo primero que le adiciona al Decreto 2555 de 2010 el artículo 2.41.1.1.2. Ello establece de la misma forma en el caso español puesto que en el artículo 46 de la Ley 5 del 2015 se establece con claridad que las plataformas de financiación participativa o colaborativa, que hayan sido previamente autorizadas por la ley para ejercer profesionalmente la labor de poner en contacto a quienes ofrecen financiación física a cambio de proyectos que otorguen un rendimiento dinerario, son consideradas como tal, siempre y cuando la transferencia de recursos que se

realice en el giro ordinario de una operación de financiación colectiva no se haga a título de donación, de venta de bienes y servicios o de préstamos sin intereses.

Ahora bien, una similitud entre la legislación colombiana y la española se consagra en el numeral 8 del artículo 2.41.2.1.1 del Decreto Nacional 1357 de 2018, mediante el cual se establece que, aparte de todas las actividades regulares que pueden adelantar las plataformas de Crowdfunding, se les permitirá que presentes servicios adicionales relacionados con la cobranza, el mercadeo y la publicidad para promocionar determinados proyectos productivos.

La legislación española mediante el artículo 51 numeral 2 de la Ley 5 de 2015, establece en los mismos términos que el Decreto colombiano lo siguiente:

“2. Las plataformas de financiación participativa podrán prestar servicios auxiliares distintos a los previstos en el apartado anterior. Dichos servicios podrán consistir, entre otros, en:

a) El asesoramiento a los promotores en relación con la publicación del proyecto en la plataforma incluyendo la prestación de servicios y asesoramiento en las áreas de tecnología de la información, marketing, publicidad y diseño.” (p. 42)

Ahora, el artículo de prohibiciones que se encuentra incluido en ambas regulaciones incluye un numeral que desarrolla de manera idéntica la prohibición que tienen dichas entidades para asegurar retornos o rendimientos financieros sobre la inversión realizada a todos los inversores que se vinculen a proyectos de participación. Así mismo, ambas regulaciones concuerdan en que las prohibiciones expresas en ellas consagradas, que serán extensivas a los accionistas, a los administradores y a los funcionarios de cada una de las plataformas, adicional en España, el articulado se hace extensivo incluyendo a sus conyugues, compañeros permanentes y a los

parientes dentro del segundo grado de consanguinidad, de afinidad y único civil y a las personas jurídica dentro de las cuales estos tengan algún tipo de participación.

Otras semejanzas relevantes entre ambas legislaciones giran en torno a los mecanismos que cada una establece para brindar información detallada y periódica de cada proyecto a sus inversionistas, a las autoridades administrativas que controlan y supervisan el desarrollo de toda actividad comercial que se realice mediante estas plataformas web, y a la premisa de que es importante fijar límites a la inversión, tanto en proyectos individualmente considerados, como a nivel global (puesto que se permite invertir en ambas legislaciones, en varios proyectos a la vez). Si bien el límite en la cuantía es distinto en ambas regulaciones, es evidente que la limitación existe. Los artículos 68 y 69 de la Ley 5 de 2015 que reglamenta la financiación participativa en España, indican dos cosas: la primera, un límite de recaudo por proyecto de 2 millones de euros que no podrá ser superado si quienes invierten son aportantes no acreditados, y si son acreditados, el límite podrá ser hasta 5 millones de euros, así mismo, los límites respecto de lo que puede invertir cada aportante depende de su calidad de inversionista, por lo que sí es acreditado no tendrá límite para invertir, y sí es no acreditado podrá invertir por proyecto hasta 3 mil euros, y globalmente por todos los proyectos un monto máximo de 5 mil euros; en segundo lugar, se establece un límite de tiempo por el cual se habrá de recaudar el capital, como de la cuantía mínima que se debe obtener para promoción y éxito del proyecto que queda a total discrecionalidad de la plataforma. Esta segunda condición difiere de las demás legislaciones como la americana y la colombiana que imponen tiempos expresos en el recaudo de capital.

No se afirma que estas son las únicas semejanzas y diferencias entre el Decreto Nacional 1357 de 2018 y la normatividad española, pero sí que estas son las más relevantes y significativas.

Introducción al decreto 1357 de 2018

El Decreto del Ministerio de Hacienda que propone la reglamentación del Crowdfunding en Colombia, busca hacerlo mediante la modificación del Decreto 2555 de 2010. Este Decreto se encamina a establecer pautas para la administración de lo que denomina como “entidades de financiación colaborativa” que hacen referencia a las plataformas de Crowdfunding, y de las cuales en todo el mundo se está hablando e implementando.

El Decreto ha de constar de 17 páginas, de las cuales hay muchos puntos por analizar y resaltar, pero también otros por criticar. Es una propuesta audaz que busca reglamentar la figura en su totalidad, pero que sufre de algunos errores de la implementación de la figura, que no obedecen a la naturaleza de esta, como más adelante se estudiará.

Así el Ministerio de Hacienda y Crédito Público para la reglamentación del Crowdfunding en nuestro país expone como principal razón la de promover la inclusión financiera de los usuarios o consumidores financieros en una economía muy competitiva, donde el emprender como empresario puede ser muy difícil. Por eso, a quienes se dirige la reglamentación y accesibilidad de esta figura es a las pequeñas y medianas empresas de nuestra economía que están emergiendo. Esta premisa, es la misma propuesta por el JOBS ACT (2012) de los Estados Unidos que regula el Crowdfunding, en el que se indica que “*se busca un aumento de los empleos y de la economía mediante el mejoramiento en el acceso de las empresas emergentes o en crecimiento a los mercados de capitales*” (p.1), así creando una fuente de financiación a los pequeños y medianos empresarios, que de lo normal no podrían obtener.

El Decreto enfatiza en el potencial de la figura del Crowdfunding como herramienta de profundización financiera. Indica que es un instrumento que simplifica los procesos operativos, y

por consiguiente el acceso a los pequeños y medianos empresarios a fuentes de financiación que por su tamaño e inexperiencia no tenían acceso, esta circunstancia se establece como pilar para tener en cuenta en la regulación de la figura. Es decir, que la precariedad de fuentes de financiación y acceso al mercado de capitales de los emprendedores empresariales es razón fundamental y suficiente para la regulación de la figura. Así mismo, otro pilar para el desarrollo de un marco legal para el Crowdfunding en nuestro país es la integración de las Fintech al mercado financiero. Se entiende que hoy en día gracias a los avances de la tecnología y el internet, ya los esquemas tradicionales de negociación y emprendimiento se han expandido, llegando a generarse procesos mayormente laxos. El termino Fintech se ha de entender como las prácticas financieras que dependen de la tecnología, es decir, servicios financieros promovidos por las nuevas tecnologías, y dentro de estas el internet. Así, al establecer la regulación de lo que denomina el Decreto en estudio como “entidades de financiación colaborativa”, se está dando entrada a los servicios financieros de canales no tradicionales como las Fintech que no podrían ser acogidas por los rígidos esquemas del sector financiero.

Es importante resaltar que dicho Decreto enmarca la captación de recursos para el desarrollo de proyectos de inversión en el marco regulatorio de la emisión de valores, factor que diferenciaría la reglamentación nacional de otras legislaciones extranjeras que no limitan esta captación de recursos tan solo a la emisión de valores, sino que incluyen las demás modalidades de la figura.

En esa vía, el Decreto aspira a viabilizar dos tipos de Crowdfunding. El primero, mediante el cual se materializa la financiación colaborativa a un proyecto de inversión determinado mediante

valores representativos de deuda y; la segunda, mediante la cual se materializa la financiación colaborativa a través de Valores representativos de capital social.

Ahora bien, el Decreto no solo aspira a definir cuáles son las modalidades permitidas para la financiación colectiva o crowdfunding, sino también regula todos y cada uno de los aspectos relevantes que han sido plasmados en las más reconocidas e innovadoras regulaciones extranjeras. En ese sentido el Decreto establece parámetros que permiten fijar con claridad: i) los montos máximos que se podrán aportar a un determinado proyecto de inversión, ii) los requisitos que debe cumplir una persona natural o jurídica que aspire a ser aportante de un proyecto de inversión, iii) la información que deberán aportar tanto los gestores como las plataformas de financiación colaborativa a los inversionistas, a los terceros y a las entidades que ejercen control sobre esta actividad, iv) los deberes de los administradores de las plataformas electrónicas, v) las prohibiciones intrínsecas al sistema de inversión, entre muchos otros aspectos.

Es por ello que este Decreto se perfila como una propuesta viable que permite la ejecución de proyectos de financiación colaborativa, así como el funcionamiento de las plataformas electrónicas que los puedan hacer posibles, en medio de una situación en la que el país necesita ponerse a tono con el desarrollo, que en otros países, ha generado la inclusión en sus sistemas jurídicos de herramientas como las contenidas en este Decreto, que permitan dar viabilidad a importantes iniciativas que no han podido surgir, o por falta de recursos o por sistemas jurídicos poco flexibles.

Este Decreto podría compararse en cobertura y calidad, sin ningún problema, con las regulaciones que han sido estudiadas a lo largo de este documento, pues a pesar de ser un documento sucinto, logra desarrollar de manera suficiente, cada uno de los aspectos relevantes y necesarios para poder materializar la figura del crowdfunding en la regulación nacional y,

asegurando a su vez, que esta figura no vaya a prestarse para el desarrollo de actividades ilícitas o que se salgan de su finalidad.

Análisis y crítica del Decreto 1357 de 2018

Según lo mencionado con antelación, el Decreto objeto de estudio contiene un avance importante y sobresaliente antes no establecido en el sistema financiero colombiano. Plantea una propuesta regulatoria audaz e interesante debido a sus sustracciones legales de otras legislaciones líderes en Crowdfunding, pero debido a esto, peca ya que se evidencia su esfuerzo en copiar otras regulaciones sin atender la situación económica, financiera y social que vive el país en la actualidad, desnaturalizando la figura en sí.

Como primer punto a analizar, se encuentran *las disposiciones establecidas para la realización* del Decreto. En estas, primero se plantea un objetivo de la regulación, que gira entorno a establecer una normativa que se encuentre en consonancia con las tendencias de la innovación financiera mundial. Se hace gran énfasis en la vigilancia y autorización de la Superintendencia Financiera sobre las sociedades que administren las plataformas electrónicas, dando a entender que este órgano es pilar fundamental para el funcionamiento de la figura.

A continuación, se encuentran las *razones y antecedentes* por los que se desarrolla el Decreto. Aquí, se evidencia de trasfondo que hay dos puntos clave en la expedición de este Decreto: Primero, y como lo indica el mismo, en Colombia se ha implementado en los últimos años una política de inclusión financiera por parte del gobierno nacional. Esto le abre las puertas directamente a la figura de Crowdfunding que busca eso mismo, la inclusión del público en el sector financiero, cualquiera sea su nivel socioeconómico, para la consecución de cualquier

proyecto, sin importar su viabilidad financiera, así, el consumidor financiero tiene un acceso a nuevos productos, a los que no podría tener acceso en el mercado financiero tradicional; En segundo lugar, otra razón que se extrapola para el desarrollo del Decreto son los estudios realizados por la Unidad de Regulación Financiera del Ministerio de Hacienda y Crédito Público a finales del 2016 y 2017, que analizan los esquemas y regulaciones de Crowdfunding en diferentes países del mundo, sugiriendo una reglamentación del tema en Colombia, dado su expansión a nivel mundial como fenómeno de innovación financiera.

A diferencia de otras legislaciones como la inglesa y americana, en Colombia el Decreto en su nombre u objeto no tiene como denominación la reglamentación del Crowdfunding, sino lo denomina la reglamentación de la actividad de “financiación colaborativa”, no solo reglamentando en sí la figura de Crowdfunding, sino que deja la puerta abierta para que otra modalidad de financiación que sea similar pueda ser reglamentada. Esto es audaz y sobresaliente, teniendo en cuenta que, en Colombia, la Ley de por sí es muy tajante y cerrada frente a la reglamentación de cualquier actividad, siendo no dinámica.

El decreto se divide en 5 títulos que hacen parte del libro 41, que se adiciona a la parte 2 del Decreto 2555 de 2010, de los cuales se analizara acápite por acápite: El primero hace referencia a las disposiciones generales de la actividad de financiación colaborativa; segundo, las reglas aplicables a las entidades administradoras de las plataformas electrónicas de financiación colaborativa; tercero, dicta las reglas aplicables a los receptores de recursos y a los proyectos productivos; cuarto, son las reglas aplicables a los aportantes; y como último título se habla sobre los valores emitidos en las entidades o plataformas de financiación colaborativa, el cual es el título de mayor envergadura al contener más capítulos y artículos del Decreto.

Así pues, primeramente, se encuentra el título 1 el cual se refiere a las **disposiciones generales** sobre el libro 41 que se refiere a la actividad de financiación colaborativa. Este título es importante, ya que plantea la base sobre la cual se construye la reglamentación de la figura de plataformas de financiación colaborativa en adelante.

Este en primer lugar, establece que el libro 41 regula el funcionamiento y utilización de las plataformas electrónicas de financiación colaborativa respecto de la emisión de valores. Aquí hay un punto a resaltar. Como más adelante se evidenciará, el Decreto 1357 de 2018 establece la reglamentación sobre el Crowdfunding de valores o como se denomina mundialmente “equity”, cobijando dentro de este a los valores representativos de deuda. Esta circunstancia no es conveniente, toda vez que no se está diferenciando regulatoriamente el Crowdfunding de acciones al de préstamo, lo que puede conllevar a confusiones e interpretaciones de cómo se implementa cada uno. Esto debido a que ambos se diferencian en aspectos como riesgos, límites de inversión, tiempos de recaudo, entre otros.

Consiguientemente, el Decreto 1357 de 2018 dicta la definición de lo que se entiende por actividad de financiación colaborativa como:

la infraestructura electrónica que puede incluir interfaces, plataformas, páginas de internet u otro medio de comunicación electrónica, a través de las cuales se ponen en contacto un número plural de aportantes con receptores que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto productivo de inversión” (p. 2)

En general, en comparación a definiciones de la figura como la de IOSCO (2014) que es un parámetro estándar mundial frente al fenómeno mundial, se puede afirmar que la definición de la plataforma es mayormente correcta y captura el universo de lo que la figura busca.

Dentro de la definición mencionada se introduce la figura de proyecto productivo, que más adelante en el mismo artículo la define como “*aquel desarrollado por las personas jurídicas con*

el fin de obtener una rentabilidad económica a partir de actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicios” (p. 2). Definición que excluye a las personas naturales de constituir proyectos productivos, dejando así, solo a personas jurídicas como sujetos habilitados para ser receptores de inversión de los proyectos productivos que desarrollen. Esto sin lugar a duda, contradice el objetivo de inclusión financiera sobre el que el gobierno nacional dice haber estado trabajando, y, por otro lado, genera una disfuncionalidad de la figura, dado que limita el acceso al capital para las personas naturales, que así mismo como la pequeña y mediana empresa buscan emprender de forma individual.

El Decreto llega a establecer que tan solo las sociedades anónimas pueden figurar como entidades administradoras de plataformas electrónicas de financiación colaborativa, limitándolo a solo aquellas que tengan por objeto exclusivo *“poner en contacto a un número plural de aportantes con receptores que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto productivo de inversión...”* (p. 3), reduciendo la posibilidad de cualquier otro tipo de sociedad o vehículo comercial para figurar como administradora de estas plataformas. Sin embargo, permite que las bolsas de valores y sistemas de negociación o registro de valores autorizados por la Superintendencia financiera puedan realizar la actividad.

Así mismo, es importante resaltar que el Decreto 1357 de 2018 no entra a establecer criterios especiales que reglamenten la cuantía mínima con la que debe contar una sociedad de financiación colaborativa para poder desarrollar su objeto social. En ese sentido la normatividad que reglamentaría dichos montos sería la norma supletoria consagrada en el artículo 80 del Decreto 663 de 1993 que establece que toda institución financiera distinta a establecimientos bancarios, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial, sociedades fiduciarias, sociedades administradoras de fondos de pensiones y sociedades administradoras de

fondos de cesantías, tendrán que contar con un monto mínimo de cinco mil seiscientos noventa y siete mil millones de pesos (5`697.000.000) para poder funcionar. Aclárese que este valor descrito es una referencia que corresponde al año 2018, la cual se ajusta año a año de acuerdo con un porcentaje de inflación, que se realiza conforme a la normativa financiera.

Es evidente que la aplicación de esta norma supletoria constituye un inconveniente para la puesta en marcha de este nuevo mecanismo de financiación de proyectos de emprendimiento, por ser una clara barrera de acceso al mercado para todo aquel que esté interesado en prestar el servicio de intermediación entre potenciales inversionistas y gestores. Si bien el decreto 1357 establece unos montos máximos de financiación de cada receptor en las entidades que realicen actividad de financiación colaborativa, nada tiene que ver este aspecto de la reglamentación con el capital mínimo con el que debe contar la sociedad intermediaria. En ese sentido, este aspecto se convierte en un factor a analizar y a reglamentar en mayor detalle para que no se convierta en una talanquera que termine por impedir el desarrollo de esta figura que entra a ser parte de nuestro sistema jurídico.

Ahora bien, otro factor a analizar es el hecho de que a la entidad que desarrolle la actividad de financiación colaborativa se le denominará “sociedad de financiación colaborativa”, la cual solo podrá realizar la actividad una vez haya obtenido autorización expresa por parte de la Superintendencia Financiera para poder realizar la actividad. Además, el Decreto indica que las entidades que emitan valores de financiación colaborativa deberán estar inscritas en Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (RNAMV), y estar sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia. Estableciendo así un marco regulatorio estricto, frente a quien pueda administrar estas plataformas, y la procedencia de sus acciones. Es de aclarar que remite el procedimiento de autorización de la plataforma al aplicado

a cualquier otra entidad vigilada. Sin embargo, la interrogante que sobresale aquí es: si el Decreto 1357 establece la obligación respecto de las sociedades de financiación colaborativa de estar inscritas en el RNAMV, pero a su vez indica en su artículo 2.41.2.1.6 numeral 5 que estas no tienen el carácter de intermediario de valores, entonces bajo que figura se inscriben en este registro, toda vez que el Decreto 3139 de 2006 *“por el cual se dictan las normas relacionadas con la organización y funcionamiento...del SIMEV...y se dictan otras disposiciones”* en su artículo 1.1.3.1 estatuye la obligación de estar inscritas en el RNAMV *“las entidades señaladas en el numeral 1 del párrafo 3° del artículo 75 de la Ley 964 de 2005, las personas que realicen actividades de intermediación en el mercado de valores, los fondos mutuos de inversión metidos al control de la Superintendencia Financiera de Colombia...”*, por lo cual no es claro bajo que figura se han de inscribir estas sociedades.

Frente a los requisitos de emisión consagrados en el artículo 2.41.5.1.2 del Decreto 1357 de 2018 podemos concluir que a diferencia lo que sucede con el capital mínimo exigido por el artículo 80 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero para poder funcionar como institución financiera, el requisito de inscripción en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores que debería cumplir toda sociedad que aspire a ser una entidad de financiación colectiva, no puede ser considerado de ninguna forma como una barrera de entrada al mercado.

Ello en razón a que los requisitos exigidos por el Decreto 3139 de 2006, y por la demás normatividad nacional que reglamenta el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores, para poder registrarse en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores no son complejos de acreditar, y la información exigida por dicho sistema para poder ser registrado efectivamente, se limita a documentación básica de cualquier sociedad como lo pueden ser su razón social, su certificado de constitución y representación legal, sus estatutos sociales, la

relación de los administradores de la sociedad, los estados financieros de los últimos tres ejercicios sociales, la conformación de su capital social, la relación de sus accionistas o socios, y entre otros, como sistemas que aseguren la información que se recibe y envía con los diferentes actores del mercado de valores.

Un punto importante que se establece dentro de este título es la aplicación territorial de la figura. En su último artículo, se indica que este Decreto aplicará a las entidades administradoras de plataformas de financiación colaborativa que ejerzan la actividad en territorio nacional, domiciliadas en el país, al igual que a los receptores y aportantes que actúen con estas. En función de esto, establece la regla que los receptores deberán tener la calidad de residentes colombianos, y que los proyectos productivos deben estar localizados dentro de territorio colombiano, indicando así que el aportante puede ser de otra nacionalidad o no residente colombiano. Requisito que es establecido de la misma forma en los Estados Unidos.

En el segundo título se encuentran *las reglas aplicables a las entidades administradoras de las plataformas electrónicas de financiación colaborativa*. Aquí, en primer lugar, se establecen las actividades que deben prestar las plataformas electrónicas, al igual que sus deberes, prohibiciones, clasificación de los proyectos, tasas de financiamiento, reglamento de funcionamiento, entre otros similares. Para destacar dentro de estos puntos, se encuentran los deberes de confidencialidad e información que deben tener las plataformas respecto de usuarios y respecto del público en general, dado que además de dar permanente información a los aportantes sobre los proyectos productivos y su clasificación, deben proveer de información al público sobre las características generales de los proyectos, y de las condiciones financieras del receptor de los recursos, en protección e interés del consumidor financiero a nuestro pensar.

Es interesante la propuesta que plantea el Decreto al indicar que las plataformas deben realizar el recaudo de los recursos provenientes de la financiación de los proyectos productivos mediante entidades vigiladas por la Superintendencia financiera, segregando así dichos recursos de los propios de la entidad que desarrolla la actividad de financiación colaborativa. Esto implica que se incluye un nuevo sujeto en la operación del Crowdfunding, es decir, en sí la operación consta de tres partes: aportantes, receptores y la plataforma online, que funciona como intermediador y puente de conexión entre los otros dos sujetos, y lo que hace esta premisa es colocar a otro actor en la operación para que recaude los recursos; desde la perspectiva propia se encuentra que la propuesta busca la segregación de los recursos de la sociedad administradora de los recursos que financian los proyectos, en pro de transparencia, eliminando el denominado riesgo moral, proveniente de la teoría de la agencia, en el qué quien tiene el manejo del negocio y el encargo por parte de otro, que en este caso es la plataforma, por beneficio e incentivo propio actúa en favor de sus propios intereses y en perjuicio de quien encomienda la actividad. En términos de la Unidad de Regulación Financiera *“tanto los aportantes cómo su inversión, estarán plenamente individualizados frente a la entidad financiera que recauda el dinero y, que los recursos solo podrán ser entregados al proyecto productivo una vez se cumpla la meta de recaudo o ser devueltos a sus titulares si es que esta no se cumple”* (URF, 2018, p. 2). Aquí el medio para que la segregación se materialice es un contrato de recaudo que debe realizar la sociedad de financiación colaborativa.

De forma similar al caso colombiano en el Reino Unido la Financial Conduct Authority (2014) estipuló la obligación de las sociedades administradoras de las plataformas de crowdfunding de separar los activos propios de los dineros invertidos por parte de los aportantes (FCA, 2016, p.7). Lo cual ocurre de también en los Estados Unidos, donde en términos de la

SEC respecto de las reglas aplicables al crowdfunding “los comisionistas de bolsa que manejen fondos y valores están requeridos de mantener los dineros de sus clientes segregados de los propios...” (p. 383), lo que conlleva a entender que el Decreto 1357 de 2018 sigue el ejemplo de las dos legislaciones líderes en crowdfunding a nivel mundial.

Dentro de sus deberes además de los inescindibles de información y confidencialidad, el Decreto 1357 (2018) establece el deber de “*recibir, evaluar, tramitar y decidir las solicitudes de vinculación a plataforma las entidades que realicen la actividad de financiación colaborativa por parte de los aportantes y de los receptores*” (p. 4), indicando que estos deben ser transparentes, objetivos y no discriminatorios, y teniendo en cuenta que la Superintendencia Financiera revisa los criterios de evaluación, se asegura la evaluación objetiva y no discriminatoria que dicta la norma.

Una pregunta que surge en este título es: ¿por qué habría de reportarse por parte de las plataformas las operaciones de ofertas de acciones? El Decreto sin especificar sobre cual modalidad se establece este deber, indica que debe reportarse ante los operadores de información financiera los datos de receptores y aportantes que estén involucrados en la operación de financiamiento, pero realmente cuál es su utilidad. Este deber se configura como un factor que determinará el máximo de inversión al cual un inversionista puede acceder, dado que es el artículo 2.41.2.1.8 establece en su párrafo dos que “*esa información será utilizada para el control de los límites que trata el artículo 2.41.3.1.2*” (p. 9) (subrayado por fuera del texto).

Frente a las prohibiciones, es importante aclarar que el decreto plantea los mismos estatutos básicos e importantes de la figura que otras legislaciones como España, Inglaterra y Estados Unidos lo hacen. El Decreto estipula 5 prohibiciones, de las cuales se destacan: la prohibición de asesoría a las partes por parte de la plataforma; administrar directamente los recursos de los

proyectos productivos; asegurar retornos o rendimientos sobre las inversiones; otorgar préstamos a los aportantes o figurar como aportante; y como último, asumir el papel de receptor de los proyectos que se publiquen en la misma plataforma.

Así mismo, el título consagra dentro de su articulado dos puntos que sobresalen. El primero es la clasificación de los proyectos, donde se estatuye que las entidades que realicen la actividad de financiación colaborativa deberán adoptar procedimientos tendientes a la clasificación de los proyectos productivos, bajo parámetros de análisis homogéneo y no discriminatorio, teniendo como referencia la información de sector, industria y localización del proyecto productivo. Este procedimiento que se dicta como mandatorio, es una propuesta importante, ya que permitiría el acceso en igualdad a los proyectos productivos para la inversión, no teniendo como parámetro de clasificación el monto a recaudar o los prospectos de rendimientos, sino la homogeneidad entre los que son similares, para no dejar de lado o de últimos aquellos que son de poco recaudo o poco rendimiento. Sin opacar lo anterior, el Decreto aclara que, en ningún caso, la clasificación de los proyectos conlleva la calificación de los riesgos de estos o el aseguramiento de la obtención de rentabilidades hacia los aportantes, lo cual tampoco se realiza en ninguna legislación extranjera.

Por otro lado, se plantea el suministro de información a aportantes y receptores por parte de las entidades que realicen la actividad de financiación colaborativa, que reza sobre la base de ser actualizada, gratuita y de fácil acceso, indicándose específicamente la información que debe ser dada a estos, sobresaliendo tres datos de importancia.

El primero es la descripción básica, concisa y sencilla del lenguaje de carácter no técnico y de fácil entendimiento frente a cada uno de los proyectos que debe proveer la plataforma, para que

el posible inversionista obtenga la información necesaria para realizar un juicio fundado para decisión de invertir en un proyecto. En segundo lugar, el Decreto establece los elementos mínimos que componen la financiación del proyecto artículo 2.41.2.1.6, siendo:

i) el monto, plazo y precio de la emisión o tasa de colocación de la misma expresada en términos anuales; ii) en el caso de títulos de deuda, tabla de amortizaciones con el monto, número y periodicidad de los pagos que deberá efectuar el receptor del crédito; iii) sanciones por incumplimiento de los pagos; iv) eventos de desistimiento y prepago; v) mecanismos de pago y recaudo y, vi) el procedimiento en aquellos eventos en los cuales no se alcance el porcentaje mínimo de financiación en el plazo establecido y mecanismos para llevar a cabo el proceso de devolución de los recursos de los aportantes... (Presidencia de la República, 2018, p.8)

Requisitos mínimos de información que son determinados por el receptor de los recursos o promotor del proyecto productivo, y que deben ser publicados por la entidad de financiación colaborativa o plataforma. Estos requisitos mínimos que establece el Decreto en cuanto a la información sobre la financiación de los proyectos garantizan un suministro de información completa hacia el aportante, ya que ilustra a qué se atiene el aportante en su inversión.

En tercer y último lugar, se evidencia que es la entidad de financiación colaborativa la que debe advertir al aportante y receptor, que esta no ostenta la calidad de establecimiento de crédito o intermediario de valores, demostrando así que la plataforma realiza el acercamiento de ofertantes y demandantes, pero no respecto de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, ni tampoco frente al mercado bursátil o en el mostrador, ni en el mercado primario o secundario como más adelante lo detalla el Decreto.

El título tercero se refiere a las reglas aplicables a los receptores de recursos y a los proyectos productivos. Este se consolida junto con el título cuarto, como los apartes más pequeños del Decreto. Aquí se indican tres puntos importantes respecto de los receptores.

Primero establece los requisitos de información que deben suministrar los receptores de los recursos a la plataforma electrónica. Dentro de estos requisitos se encuentra el de suscribir un formato de vinculación por el cual se entiende y acepta entre muchas cosas, que los proyectos productivos no tienen autorización o supervisión de la Superintendencia Financiera, y que estos no cuentan con evaluaciones de viabilidad o solvencia por esta entidad. Esta circunstancia se consolida de forma similar en los Estados Unidos, ya que como anteriormente se explicó, el JOBS Act de 2012 introduce una excepción al Securities Act de 1933, en la cual la figura y el ofrecimiento de valores de crowdfunding se entiende como una excepción al mercado de valores, conllevando a que el gestor o receptor de recursos llene un formato de información a proveer denominado “C” en el que no se requiere calificación u opinión de la SEC sobre el contenido de la información que entrega el gestor respecto de su proyecto productivo o el negocio que promueve, a diferencia de los formatos “A” y “A+” que son usados comúnmente en las operaciones regulares del mercado bursátil, y que de las cuales la SEC si tiene supervisión y calificación.

Por otro lado, este articulado promueve un requisito que obliga a los receptores de recursos a describir de forma completa el proyecto productivo, en pro de los aportantes de estos, teniéndose que proveer como mínimo los siguientes datos: una reseña histórica del proyecto, la información financiera del mismo, planes de negocios que se pretenden implementar, posibles riesgos asociados al proyecto, destinación de los recursos, entre otros.

En segundo lugar, este título consagra el monto máximo por financiar que puede obtener el receptor, y el tiempo máximo por el que se puede recaudar el dinero. Este establece un monto máximo de diez mil salarios mínimos mensuales legales vigentes (10 SMMLV), presentando una propuesta incentivadora para la recaudación e inversión de capital, que super el monto máximo

establecido en los Estados Unidos que es de 1 millón de dólares. En Colombia actualmente, la economía y el mercado tanto financiero como comercial son sectores de difícil entrada y crecimiento, por lo que una alternativa de obtención de financiación en la que se otorgue un amplio rango de maniobrabilidad respecto de los dineros que se pueden recaudar, promovería el uso de ese mecanismo, y el crecimiento de la industria colombiana. Sin embargo, el Decreto les da la potestad a las plataformas de establecer un monto máximo de financiación inferior 10.000 SMMLV para cada uno de los receptores, circunstancia que puede llegar a desincentivar el uso de la figura. Sírvase aclarar, que a diferencia de lo que otras legislaciones como la americana, el Decreto colombiano permite que un proyecto productivo pueda financiarse en más de una entidad de financiación colaborativa o plataforma, promoviendo así un mayor alcance del capital para los promotores de proyectos productivos.

En adición, el Decreto establece un plazo máximo de recaudación del dinero de 6 meses, contados desde la publicación del proyecto productivo. Esta condición es en realidad inadmisiblemente precisamente porque seis meses se considera un periodo de tiempo realmente corto si se considera el bajo crecimiento económico, y el miedo de los consumidores financieros a invertir.

Desde nuestra perspectiva, el plazo máximo de financiación debería determinarse por factores de cuantía a recaudar y sector al que está destinado la inversión, correspondiente al proyecto que se espera promover. Así mismo, se debería permitir la prórroga del plazo de los 6 meses, como se permite en otras legislaciones como en Estados Unidos, para permitir un mayor plazo de recaudo, y así evitar que fracase la recolección del capital mínimo a obtener.

El título cuarto determina las reglas aplicables a los aportantes. En este punto, se detallan cuatro temas importantes: Primero, es la definición de qué es ser aportante. El Decreto lo define como *“las personas que intervienen en cualquier operación de financiamiento que se lleve a*

cabo a través de las entidades autorizadas para realizar la actividad de financiación colaborativa con el fin de financiar proyectos productivos” (p. 11).

En segundo lugar, se establecen los tipos de aportantes, los cuales son: calificados y no calificados. Los calificados se entienden como aquellos que al momento de realizar una inversión para adquirir valores de financiación colaborativa cumplen con uno o más de los siguientes requisitos:

i) Un patrimonio igual o superior a diez mil SLMV; ii) ser titular de un portafolio de inversión de valores distinto a los valores de financiación colaborativa igual o superior a cinco mil SLMV; iii) tener certificación de profesional del mercado como operador expedido por un organismo autorregulador del mercado de valores; iv) tener calidad de entidad vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia; y/o v) ser un organismo financiero. Los no calificados, se entenderán entonces como aquellos aportantes que, al momento de realizar una inversión para adquirir valores de financiación colaborativa, no tengan la calidad de aportantes calificados. (p.11)

En tercer lugar, se encuentran los requisitos que establece el Decreto para la vinculación de los aportantes a las plataformas, se logra comprender que el aportante debe suscribir un formato de vinculación en el que acepte: los riesgos que implica la suscripción de valores o la participación en préstamos; el entendimiento que los proyectos productivos ni los valores son objeto de autorización ni supervisión por parte de la Superintendencia Financiera; y, por último, que los recursos que se invierten en las operaciones financieras sobre plataformas electrónicas no están garantizados por FOGAFIN. Es decir, contrario al sector bancario, acá no se cuenta con este. Paralelamente en los Estado Unidos, la SEC (2017) indica que el aportante debe entender el riesgo de su inversión sobre el proyecto que invierte y por el valor que espera en retorno antes de realizar su inversión, esto teniendo en cuenta la información educativa que provee tanto receptor

como plataforma antes de su vinculación. Aquí sobresale la labor del Decreto colombiano sobre el caso americano, dado que en el Decreto 1357 de 2018 consagra expresamente la advertencia de la no supervisión y aval por parte del órgano supervisor, lo cual no ocurre con el título III del JOBS Act en el que vagamente se indica la información que debe dar el receptor, y es luego la SEC la que por normas reglamentarias y boletines informativos explica la circunstancia.

En cuarto lugar, se encuentra los límites a las inversiones de los aportantes. El Decreto acá establece dos límites a los que los aportantes se pueden comprometer a invertir. El Decreto establece las limitantes respecto del tipo de inversionista que realiza el aporte de capital. Así, el límite de inversión se establece frente a dos sujetos: el aportante no calificado y el calificado. El primero el cual no tiene las características del aportante calificado no podrá comprometerse a invertir o efectivamente realizar la inversión que supere el 20% de sus ingresos anuales o patrimonio, el que sea mayor; el segundo, el cual se denomina aportante calificado por cumplir con uno o más de estos requisitos que anteriormente se explicaron, no estará sujeto al límite previsto para los aportantes no calificados. Es decir, no hay tope máximo de inversión para los aportantes calificados, siendo esto una circunstancia que promueve la inversión hacia la figura.

Lo que se debe criticar frente a este punto, son tres cosas: primero, no se indica la variable tiempo frente al límite de inversión. Es decir, durante qué margen de tiempo un inversionista se ve limitado a la ocupación a esos montos, y una vez alcanzado el límite a invertir, es decir subyace la pregunta, de cuando de nuevo se tiene permitido realizar un aporte, ya sea al mismo proyecto productivo o a diferentes proyectos; segundo, el Decreto no explica que ocurre si el inversionista no calificado invierte más del máximo permitido; y tercero, no indica cómo se mide el ingreso anual o que factor de tiempo que se tiene en cuenta para medir el ingreso.

Por último, se encuentra el título quinto del Decreto, que como anteriormente fue descrito, es el más largo. Este consta de tres capítulos, los cuales detallan con detenimiento las disposiciones aplicables a los valores emitidos por las plataformas de financiación colaborativa.

Así pues, la primera disposición que dicta este título es la de considerar a los instrumentos representativos de deuda y/o capital que son emitidos por las plataformas de financiación colaborativa como valores, que tendrán la denominación particular de “valores de financiación colaborativa”. Esto lo realiza el gobierno nacional mediante facultad que le otorga el artículo 4-b de la Ley 964 de 2005, por el cual este tiene la posibilidad de determinar si un derecho de naturaleza negociable se configura como valor o no.

Aun así, la connotación de valor que le da el gobierno nacional en la norma, enseguida se ve disminuida en su esencia, por dos razones. Primero, dicta que estas emisiones de valores solo se podrán realizar mediante las entidades de financiación colaborativa, no constituyendo oferta pública de valores, ni pudiendo estar inscritos los valores ni el receptor de estos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, lo que, en pocas palabras, limita la negociabilidad y publicidad del derecho negociable. Aquí, se atenta tanto a la figura Crowdfunding como a la denominación de valor; y como segunda razón, de acuerdo con lo que dicta el Decreto en su totalidad, que se está realizando de forma incorrecta el proceso de emisión de valores. Toda vez, que primero propone la oferta de los valores que penden de la condición de la recaudación de un capital mínimo, para luego si proceder a la emisión de los valores una vez se haya obtenido el mínimo de capital requerido, a lo que consiguientemente realiza la suscripción de los valores para con los inversionistas. Por lo que surge la pregunta de ¿qué es lo que realmente se ofrece? Lo que se puede evidenciar, es que se está realizando una oferta sobre una promesa condicional a emitir valores, ya que si no se logra recaudar el capital mínimo requerido la emisión no procede. Por lo

que consideramos, que esto generaría entre muchos de los problemas que pueden acontecer, un costo de oportunidad para con el inversionista, ya que, si no tiene éxito la recolección del dinero para la emisión, estos dineros se devuelven y el inversionista pierde la oportunidad de haber invertido y generado rendimientos en otro negocio.

El Decreto 2555 de 2010 en su artículo 6.1.1.1.1 explica por oferta pública aquella que se dirija a personas no determinadas, o a cien o más personas determinadas con el fin de que se suscriba, enajene o se adquirieran documentos que se emiten en serie o masa, para que consecutivamente se les otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías. El Decreto señala que la emisión de los valores de financiación participativa emitidos de Crowdfunding no es oferta pública, lo cual pareciera partir de la base de que por regla general una emisión es una oferta pública, lo cual no parece consistente. La figura de por sí pretende la recaudación rápida de capital del mayor número de inversionistas que sea posible en el menor tiempo para el emprendimiento empresarial, dirigiendo sus emisiones y ofertas de valores al mayor número de personas que se pueda, lo cual precisamente corresponde a la definición de oferta pública. Por lo que señalar que las emisiones de plataformas electrónicas de financiación colaborativa no sean ofertas públicas, es contradictorio e inhabilita el mecanismo de valor para servir a su función de negociabilidad y publicidad. Esto debido a que las ofertas de los valores de Crowdfunding se dirigen por todos los medios físicos (periódicos, revistas, volantes, afiches, etc...), al igual que medios electrónicos (páginas web, e-mails, fotos, redes sociales, Facebook, Instagram, etc.) teniendo como ejemplo las actividad publicitaria de plataformas de gran magnitud como “KICKSTARTER” o “INDIEGOGO” que funcionan en varios países como USA y México, exponiendo al público en

general sus proyectos productivos mediante su propia página web, destacándolos como recomendados y ofreciéndolos al público para que se interese en ellos.

Lo que se recomienda es que se permita que la emisión de valores de estas plataformas se categorice como pública, pero se entienda como exenta de ser autorizada por la Superintendencia Financiera dada la excepcionalidad de la figura frente al mercado de valores común. Porque de no permitir que haya un ofrecimiento de estos valores a todo el público en forma masiva, evidenciaríamos una premisa contradictoria entre lo que pretende el Decreto con las normas sobre emisión y oferta pública ofrecidas en Colombia.

En el segundo capítulo de este título, de la información que deben proveer las entidades o plataformas al mercado antes de la emisión de los valores, se destaca la de advertir que no es viable la negociación de los valores en el mercado principal y segundo mercado, por el hecho de no estar ni los valores ni los receptores inscritos en el RNVE. Se puede afirmar que frente a este aspecto debe haber una explicación legal dentro de la misma regulación que indique la razón de la improcedencia de la negociación de estos valores en los mercados principal y segundo mercado. Respecto de esto, se podría llegar a entender que dado el alto riesgo y poca liquidez que tienen estos valores no se van a negociar en estos mercados. Sin embargo, por su calidad de valor, que tiene por objetivo la negociabilidad, este probablemente estará destinado a ser transferido a otro tenedor, por lo que sería viable permitir la venta posterior de estos valores bajo estrictas circunstancias.

El tercer capítulo de este título trata sobre la circulación de los valores emitidos por las entidades de financiación colaborativa. Aquí, el Decreto permite la enajenación y disposición de los valores por parte de los tenedores de acuerdo con las normas mercantiles. Sin embargo, en seguida estatuye que en ningún caso la circulación de los valores, luego de ser emitidos sea

realizada por los mecanismos electrónicos administrados por las entidades de financiación colaborativa. Circunstancia que la Ley debería revisar, dado que, si estos valores no tienen accesibilidad al mercado principal y segundo mercado, su colocación o posterior negociación es muy complicada y de poco éxito, por lo cual debería permitir su transferencia por el mismo medio por el que se adquirió, dado que permitiría un sistema de negociación propio de la figura, en el que las plataformas lo administrarían y haría eficaz su colocación y posterior negociación. Esto está siendo estructurado y ejecutado por una de las plataformas más grande del Reino Unido “SEEDRS”, dada la gran magnitud de tenedores de valores provenientes de operaciones de Crowdfunding Equity. El cofundador y uno de los accionistas mayoritarios de la compañía Jeff Lynn explica:

“Nuestro modelo principal permite a los negocios recolectar capital de inversionistas, y que estos inversionistas puedan suscribir nuevas acciones de estos negocios, siendo un típico mercado primario. Por lo que el facilitar la negociación de esas acciones por medio de un mercado secundario, es el siguiente paso natural por seguir” (Lynn, 2017)

Esta circunstancia debería ser replicada por el Gobierno Nacional en miras de proveer un escenario propio ideal de negociación para los valores de financiación colaborativa.

Por último, el Decreto estipula dos prohibiciones. La primera prohibición como anteriormente fue indicado es la de ser estos valores negociados en el mercado principal y segundo mercado, y segunda, indica que, en lo referente a la emisión, circulación, cancelación o cualquier acto relacionado con valores de financiación colaborativa se regirá por lo estipulado en el Decreto 1357 de 2018.

Conclusiones

Dada la imperante necesidad de indagar acerca de nuevas formas de inclusión financiera que acapare en principio una mayor cantidad de población, pero también logre equiparar las cargas en el ámbito empresarial, se radica la presente investigación en el análisis del Crowdfunding. En

principio se encuentra que este es un mecanismo de la economía solidaria que permite la interacción entre personas que tienen amplios niveles de ahorro y personas que tienen gran cantidad de inventiva e ideas de negocio, en ese sentido ésta es una herramienta que les permite en primera instancia a un país mejorar los flujos de capitales, pero también incrementar la posibilidad de construir bienestar a través de la empresa.

Evidentemente por ser un sistema que no impone barreras normativas como el sistema financiero en general, se puede afirmar concluyentemente que se presentan gran cantidad de riesgos, algunos de estos se pueden resaltar el no retorno de la inversión, la inclusión del dinero en oficios criminales, como el lavado de dinero, e inclusive destinación inadecuada de los mismos, pero que, sin embargo, pueden ser mitigados con una regulación detallada.

Se logra evidenciar la existencia de diferentes tipos de crowdfunding que varían dependiendo de la destinación de los fondos. Estos se dividen en el de donación, de recompensa, de préstamo, y, por último, el de acciones, el cual es objeto de estudio del presente documento.

Ahora bien, concibiendo las ventajas y desventajas que tiene el crowdfunding se puede concebir que esta herramienta es bastante funcional al momento de proporcionar capitales para la inversión de la pequeña y mediana empresa, además de involucrar concretamente a las personas que requieren de la inversión y las personas que tienen el dinero para esta misma, sin necesidad de una entidad bancaria intermediaria tradicional. En ese sentido se puede afirmar que este tipo de sistema puede ser una alternativa correcta cuando se trata de adquirir capital de diferentes fuentes de financiación, empero aquí se identifica un problema fundamental y es la escasa fundamentación normativa del país, para la realización de este tipo de herramientas. Uno de estos específicamente es la emisión de acciones que está supremamente supeditado al bursátil, y que se puede evidenciar en el Decreto 1357 de 2018 con su aplicación errónea cuando da la calidad de

valor a las acciones emitidas por la actividad de financiamiento colaborativo. Esto dado que técnicamente se implementa el procedimiento de emisión de forma incorrecta, dado que plantea primero el ofrecimiento de valores, a la espera de poder recolectar un capital mínimo, para luego realizar la emisión de valores y consecutivamente suscribir las acciones, lo cual va en contra de lo estipulado por de las normas del mercado de valores.

Ahora bien con la intención de legalizar correctamente el Crowdfunding se presenta la intención de ampliar el Decreto 2555 de 2010 con la ampliación de las condiciones de negociación que hasta el momento se vienen presentando en el sistema financiero, si bien se reconoce que este Decreto le daría funcionalidad a esta herramienta es conveniente afirmar que se requiere no solo de un análisis a profundidad del mismo, sino también identificar correctamente los actores que deben intervenir en este tipo de procesos, buscando insistentemente el mantenimiento de los principios y la naturaleza de la herramienta, así pues, se considera que este debe estar enfocado en permitir un acceso más sencillo a los diferentes actores de la economía que pretender entrar en esta.

Con la intención de identificar las ventajas y desventajas que ofrece el sistema que pretende ser regulado a partir del Decreto, se hizo necesario denotar las diferentes legislaciones que abarcan este tipo de procesos en otros países. Así pues, se realizó el análisis del crowdfunding en Estados Unidos, Reino Unido y España, denotando las principales similitudes y diferencias con el Decreto colombiano, para determinar como una herramienta perteneciente a las nuevas tecnologías se implementa en el país y promueve la inclusión financiera de los diferentes agentes del mercado. De lo anterior sacamos cuatro grandes conclusiones a saber:

1. Sin lugar a duda, es muy positivo que Colombia haya dado un paso adelante en cuanto a sancionar una regulación que formalice la posibilidad de financiar proyectos de emprendimiento

a través del Crowdfunding haciendo de este mecanismo una herramienta alternativa en la obtención de recursos para los diferentes sectores de la económica fomentando la creación de nuevas empresas, e impulsando el crecimiento de la economía.

2. A pesar de las falencias que pueda tener este nuevo Decreto, es importante destacar que la actual regulación del Crowdfunding en Colombia está a tono con las regulaciones internacionales más avanzadas en el tema y que, en esencia, respeta los estándares internacionales establecidos para dicha figura, tal y como se desarrollaron en el capítulo de derecho comparado.

3. Es necesario que la Superintendencia financiera se dé a la tarea de aclarar y desarrollar, mediante resoluciones y otros actos administrativos correspondientes, aspectos que se consagraron de manera ambigua y poco clara en el decreto, o son confusos como lo es el caso de las limitaciones de cuantía a invertir en los proyectos de financiación participativa, el tiempo de máximo de recaudo del capital, la aplicación del concepto de valor sin permitirse la oferta pública, las sanciones a los aportantes que superen el límite de inversión, entre otros.

4. Será necesario revisar los resultados de la implementación de esta figura en la economía colombiana para poder establecer con total certeza cuales son las falencias y las fortalezas de la nueva regulación, para así poder plantear y proponer modificaciones que la fortalezcan y la potencialicen.

Bibliografía

- Agrawal, A. K., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2013). *Some Simple Economics of Crowdfunding*. NBER Working Paper No. 19133.
- Agrawal, C. y. (2013). *Some simple economics of crowdfunding*. . Josh Lerner y Scott Stern (eds.). *InnovationPolicy and TheEconomy*. NBER Vol 14.
- Ajleron. (2 de octubre de 2014). *7 Steps To Getting A Business Loan*. Obtenido de <https://www.forbes.com/sites/aileron/2014/10/02/7-steps-to-getting-a-business-loan/#10aaf23a1b00>
- Albiñana, C. (2015). *NUEVAS FORMAS DE FINANCIACIÓN: CROWDFUNDING*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas.
- Asobancaria. (6 de febrero de 2016). *¿Que es la banca sombra?* Obtenido de <http://www.asobancaria.com/sabermassermas/que-es-la-banca-en-la-sombra/>
- Asobancaria. (2017). *Informe de tipificación de la banca en Colombia*. República de Colombia.
- Ballell, T. R. (2013). *El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos*. *Pensar en Derecho*.
- BBVA. (18 de marzo de 2017). *¿Sabes que es la banca Sombra?* Obtenido de <https://www.bbva.com/es/sabes-lo-la-banca-la-sombra/>
- Camacho, S. (2016). *EL CROWDFUNDING: RÉGIMEN JURÍDICO DE LA FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA EN LA LEY 5/2015 DE FOMENTO DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL*. *Revista CESCO*.
- Casasola, J. (2017). *Las plataformas de financiación participativa: concepto, régimen y referencia especial a la protección del inversor consumidor*. eXtoicos.

Castaño, J. (2015). *CROWDFUNDING ¿UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES?* Bogotá D.C: Superintendencia Financiera de Colombia.

Comisión Europea. (2015). *Crowdfunding: mapping EU markets and events study*. Obtenido de Trabajo elaborado por Crowdsurfer Ltd. y Ernst & Young Llp.

Company Overview of Egm Ingenieria Sin Fronteras S.A.S. (2017). *Requerimientos de Ley para una pasarela de pagos*.

El Economista. (2015). *¿En qué consiste el 'crowdfunding' y cómo cambia con la nueva ley?*

Estatuto Organico del Sistema Financiero. (2017). *Artículo 325*.

Faus, M. (s.f.). *Las sociedades Gestoras de instituciones*. VLEX.

Financial Conduct Authority. (2016). *Loan-based crowdfunding platforms and segregation of client money*. CP 16/4*. Obtenido de <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp16-04.pdf>

Financial Industry Regulatory Authority. (2017). *Funding Portals We Regulate*. Obtenido de <https://www.finra.org/about/funding-portals-we-regulate>

Financial Stability Board. (13 de agosto de 2013). *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking*. Obtenido de http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829a.pdf

Financial Stability Board. (s.f.). *Banca Sombra o Shadowbanking*.

Gage, D. (2012). *The Venture Capital secret: 3 Out of 4 Start - Ups Fail*. The Wall Street Journal.

Garcia, C. (2016). *De la captación ilegal de dinero en Colombia, Analisis de la politica de prevencion y proteccion de la superintendencia financiera*. Universidad Catolica de Colombia.

García, G. (2017). *La colaboración como nuevo modelo económico: el crowdfunding o financiación participativa.*

Gosh, S. (12 de septiembre de 2012). *The Venture Capital Secret: 3 Out of 4 Start-Ups Fail.*

Obtenido de Harvard Bussines School:

<https://www.hbs.edu/news/Pages/item.aspx?num=487>

Gutiérrez Castaño, J. (2015). *CROWDFUNDING ¿UNA ALTERNATIVA DE*

FINANCIAMIENTO PARA PYMES? Obtenido de Ciudad de México: Superintendencia

Financiera de Colombia: [www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/10/3-](http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/10/3-JorgeCastano.pdf)

[JorgeCastano.pdf](http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/10/3-JorgeCastano.pdf)

Hm Treasury UK. (2018). *EXPLANATORY MEMORANDUM TO THE FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000 (PROSPECTUS AND MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS)*

REGULATIONS 2018. Hm Treasury UK. United Kingdom.

Infoautonomos. (6 de marzo de 2017). *Crowdfunding: Financiación colectiva para*

emprendedores. Obtenido de [https://infoautonomos.economista.es/financiacion-](https://infoautonomos.economista.es/financiacion-autonomos-empresas/crowdfunding-emprendedores-financiacion-colectiva/)

[autonomos-empresas/crowdfunding-emprendedores-financiacion-colectiva/](https://infoautonomos.economista.es/financiacion-autonomos-empresas/crowdfunding-emprendedores-financiacion-colectiva/)

Kirby, E., & Worner, S. (2014). *Crowd-funding: An infant industry Growing Fast.*

OICUIOSCO.

Lynn, J. (2017). *Crowdfunding a mission to save capitalism from itself.*

Mantilla García, G. (2017). *LA COLABORACIÓN COMO NUEVO MODELO ECONÓMICO:*

EL CROWDFUNDING O FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA. . Madrid, España: Colegio

Universitario de Estudios Financieros.

Milaap. (2017). *Conceptos.*

- Observatorio Economía Digital . (2014). *Crowdfunding en 360°: alternativa de financiación en la era digital*. Bogotá D.C.: BBVA Research.
- Pago Agil . (2017). *Pago en el comercio electrónico*.
- Presidencia de la República. (2018). *Decreto 1357*. República de Colombia.
- Renteria, C. (2016). *Las Plataformas De Crowdfunding En América Latina*. CIDE.
- Rodríguez Fernández, S. (2016). *Crowdfunding y economía participativa*. España.
- Rodriguez, J. (2015). *LAS PLATAFORMAS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA. EL CROWDFUNDING COMO ALTERNATIVA PARA LA DESBANCARIZACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA*. Newsletter e Dictum.
- Rodriguez, S. (s.f.). *Crowdfunding y economía participativa*.
- Roncillo, C. (2009). *Estrategias para estimular el mercado de capitales en Colombia como generador de riqueza*. Cali : Universidad Javeriana.
- Securities and Exchange Commission. (2013). *Proposed Rules -RIN 3235-AL37*. Recuperado de <https://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9470.pdf>
- Suarez, A. (3 de noviembre de 2016). *El Tiempo*. Obtenido de Desigualdad empresarial y tarifa única tributaria : <https://www.eltiempo.com/archivo/documento/CMS-16742308>
- Superintendencia financiera de Colombia. (2010). *Decreto 2555*. República de Colombia.
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2015). *REGLAMENTO DEL SISTEMA DE NEGOCIACIÓN DE VALORES Y DE REGISTRO DE OPERACIONES SOBRE VALORES*. República de Colombia.
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2016). *Conceptos Básicos del Mercado de Valores*. Bogotá D.C.: República de Colombia.

Superintendencia Financiera y de Comercio. (2015). *Consumo inteligente*. República de Colombia.

The Jumpstart Our Bussiness Startups Act. (2012). *Crowdfund Insider*.

Torreguitart, M., & Torres, J. (2015). *Qué es y cómo gestionar el crowdfunding?* UOC.

Torres, J. (2016). *¿Qué es y cómo gestionar el Crowdfunding?* Barcelona: UOC.

Unidad de regulación financiera (2016), *Alternativas de regulación del crowdfunding*. Bogotá D.C

Unidad de regulación financiera (2018), *Preguntas frecuentes Crowdfunding*, p. 2. Bogotá D.C