

REGULACIÓN DE OPERACIONES DE FINANCIAMIENTO COLABORATIVO
REALIZADAS A TRAVÉS DE PLATAFORMAS DIGITALES EN COLOMBIA

FELIPE EDUARDO ARIAS GÓMEZ

MAESTRÍA EN DERECHO ECONÓMICO

PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA

BOGOTÁ, COLOMBIA

2018

REGULACIÓN DE OPERACIONES DE FINANCIAMIENTO COLABORATIVO
REALIZADAS A TRAVÉS DE PLATAFORMAS DIGITALES EN COLOMBIA¹

FELIPE EDUARDO ARIAS GÓMEZ

Trabajo de grado para optar al título de Magister en Derecho Económico

DIRECTOR: LORENZO VILLEGAS CARRASQUILLA

MAESTRÍA EN DERECHO ECONÓMICO

PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA

BOGOTÁ, COLOMBIA

2018

¹ La Universidad no se hace responsable por los conceptos emitidos por sus alumnos en sus trabajos de tesis. Solo velará por que no se publique nada contrario al dogma y a la moral católica y por qué las tesis no contengan ataques personales contra persona alguna, antes bien se vea en ellas el anhelo de buscar la verdad y la justicia

RESUMEN

El ordenamiento jurídico colombiano no ha regulado las nuevas tendencias de *fintech* que se han provisto en el mundo, y particularmente aquellas que implican fondeo colectivo mediante el uso de mecanismos de plataformas digitales. Este documento analiza el fenómeno del financiamiento mediante *Crowdfunding* y propone un modelo normativo que permite la operación en Colombia de plataformas como ha ocurrido en otros países del mundo, el cual ha demostrado resultados positivos en su rol en el sistema financiero. Esta propuesta busca determinar la importancia de regular la actividad de las plataformas digitales y dar solución a las fallas de mercado.

ABSTRACT

The Colombian legal system has not regulated the new trends of fintech that have been provided in the world, and particularly those that imply collective funding through the use of mechanisms of digital platforms. This document analyzes the phenomenon of *Crowdfunding* financing and proposes a normative model that allows the operation in Colombia of platforms as it has happened in other countries of the world, which has demonstrated positive results in its role in the financial system. This proposal seeks to determine the importance of regulating the activity of the digital platforms.

CONTENIDO

	pág
FORMULACIÓN DEL PROBLEMA E HIPÓTESIS	10
JUSTIFICACIÓN	10
OBJETIVOS	15
INTRODUCCIÓN	15
CAPÍTULO I CONCEPTUALIZACIÓN DEL CROWDFUNDING	18
1.1.CONCEPTUALIZACIÓN LA FIGURA DEL <i>CROWDFUNDING</i>	18
1.1.1. Definición del <i>Crowdfunding</i>	18
1.1.2. Modalidades de <i>Crowdfunding</i>	20
1.1.3. Antecedentes y contexto	24
1.1.4. Claves del auge del <i>Crowdfunding</i>	29
1.1.5. Riesgos del <i>Crowdfunding</i>	30
1.2.FUNCIÓN ECONÓMICA DEL <i>CROWDFUNDING</i>	31
1.3.FIGURAS LEGALES SIMILARES A ESQUEMAS DE <i>CROWDFUNDING</i>	33
1.3.1. Negocios jurídicos de donaciones	33
1.3.2. Fondos de inversión colectiva	34

1.3.3. Emisión en el mercado público de valores	35
1.3.4. Contrato de crédito sindicado	36
1.4.CONCEPTUALIZACIÓN DEL <i>CROWDFUNDING</i> EN COLOMBIA	37
CAPÍTULO II REGULACIÓN CROWDFUNDING EN EEUU, ESPAÑA Y MÉXICO	39
2.1.COMPARACIÓN NORMATIVA EN DIFERENTES PAÍSES PARA LA SOLUCIÓN DE FALLAS DEL MERCADO	39
2.1.1. EEUU	40
2.1.2. España	42
2.1.3. México	45
2.2.ANÁLISIS DE LA REGULACIÓN ACTUAL DE LOS PAÍSES COMPARADOS	50
CAPÍTULO III REGULACIÓN COMO INSTRUMENTO DE INTERVENCIÓN EN EL MERCADO	52
3.1.CONCEPTO DE REGULACIÓN	53
3.2.TEST DE SPULBER	58
CAPÍTULO IV LA REGULACIÓN COMO MEDIO PARA RESOLVER LA FALLA DEL MERCADO EN EL CASO DEL CROWDFUNDING	60
4.1.NECESIDAD DE REGULACIÓN	60

4.2.CONSIDERACIONES DEL PROYECTO DE LEY DE LA ACTIVIDAD DE ADMINISTRACIÓN DE PLATAFORMAS ELECTRÓNICAS DE FINANCIACIÓN COLABORATIVA EN COLOMBIA	72
CAPÍTULO V PROPUESTA NORMATIVA	81
CAPÍTULO VI CONCLUSIONES	94
BIBLIOGRAFÍA	96

FORMULACIÓN DEL PROBLEMA E HIPÓTESIS

El ordenamiento jurídico colombiano no ha regulado ni establecido parámetros para la constitución, funcionamiento y gestión de las plataformas digitales que pretenden realizar operaciones de financiamiento colectivo. Este documento plantea la siguiente pregunta como forma de partida en la solución de la anterior premisa, ¿Es necesaria y de qué forma pueden regularse las operaciones de financiamiento colectivo desarrolladas a través de plataformas digitales en la modalidad de *peer to peer lending model of Crowdfunding* de manera que se aproxime a un óptimo social?.

JUSTIFICACIÓN

Una de las causas que dieron origen al sector financiero, como lo conocemos hoy, fue el surgimiento de entes de intermediación entre los agentes deficitarios y los superavitarios de liquidez. En función de tal necesidad, las principales actividades de dicho sector son las de captación, las de colocación y aquellas consideradas neutras. Estas operaciones, al igual que las entidades que están autorizadas para ejercerlas, están sometidas a una estricta y sofisticada regulación y supervisión, asegurando que la confianza del público y la estabilidad económica de los mercados no se vea afectada.

El sistema financiero típico se ha visto impactado por la entrada de nuevos actores en este mercado de servicios financieros, motivando la generación de un nuevo paradigma hacia la era digital. Los términos Finance y Technology han sido usados conjuntamente para denominar a las fintech(*), vocablo que se refiere a aquellos procesos y empresas que usan

*“Fintech is a portmanteau of financial technology that describes an emerging financial services sector in the 21st century. Originally, the term applied to technology applied to the back-end of established consumer and

la tecnología para innovar en productos y servicios que tradicionalmente se conciben como financieros y restringidos a un selecto grupo de entidades. Estas compañías identificaron un sector económico con una serie de fallas susceptibles de transformación, logrando eficiencias en tiempo, accesibilidad, recursos, dinero e inclusión.

De acuerdo con Skan, Dickerson y Massod, las *fintech* han tenido un gran impacto, logrando que para el año 2014 sus inversiones a nivel global hayan crecido por el orden del 201% comparado con el 63% de crecimiento promedio de las inversiones totales de capital de riesgo. En dicho periodo, de los 12.21 billones de dólares invertidos en *fintech*, Estados Unidos ha estado liderando esta brecha, seguido de Europa y éste a su vez de Asia- Pacífico.³ Las cifras evidencian que hay una revolución digital en curso que definirá la manera en que se prestarán los servicios financieros en el mundo.

Dentro de la expansión de las *fintech*, se ha avanzado de forma innovadora en los modos de financiación, como ocurre con el *Crowdfunding* o el *peer to peer lending model of Crowdfunding*, el cual se pretende abordar y emplear a lo largo de la tesis. Este fenómeno de desintermediación financiera, apoyado en la cooperación colectiva, propende por la obtención de recursos para alcanzar o conseguir determinados proyectos que son impulsados mediante promotores. Lo anterior supone que, mediante canales abiertos al público (como lo son las plataformas digitales), se busca involucrar la mayor cantidad de inversionistas,

trade financial institutions. Since the end of the first decade of the 21st century, the term has expanded to include any technological innovation in the financial sector, including innovations in financial literacy and education, retail banking, investment and even crypto-currencies like bitcoin". INVESTOPEDIA. Fintech. Consultado [En línea] el 22 de Noviembre de 2015. Disponible en internet: <http://www.investopedia.com/terms/f/fintech.asp>

³ SKAN, Julian; DICKERSON, James y SAMAD, Massood. *The future of FinTech and Banking: Digitally disrupted or reimagined?* [en línea]. Accenture, abril de 2015 [Consultado el día 7 de agosto de 2016]. Disponible en Internet: <http://bankingblog.accenture.com/wp-content/uploads/2015/04/accenture-future-fintech-banking.pdf>

prestamistas, o donantes que se identifiquen y desean participar en un proyecto especial con el aporte de recursos. El Banco Mundial explica esta modalidad de financiación de la siguiente manera: “*Crowdfunding* takes advantage of crowd-based decision-making and innovation, and applies it to the funding of projects or businesses. Using social networks, social profiles, and the viral nature of web- based communication, individuals and companies have raised billions of dollars in debt, equity, and donations for projects over the past five years”⁴

De lo anterior se concluye que el ente multilateral prevé el *Crowdfunding* como un fenómeno potencial para el desarrollo mundial, siempre que se tenga un adecuado ecosistema de confianza para los inversionistas, soluciones tecnológicas efectivas, culturas que se adapten a este nuevo vehículo de inversión, y sobre todo una **regulación avanzada**. Este último resulta fundamental, en la medida que un marco regulatorio podrá fomentar la transparencia, la velocidad y el aprovechamiento de los avances en la tecnología y los mercados.⁵

La transformación de los servicios financieros digitales está haciendo un cambio de paradigma del mundo financiero, en el cual los proveedores de nuevas tecnologías serán capaces de ser rivales de la banca tradicional, con el ofrecimiento de alternativas de financiación (*peer-to-peer lending*), donde el consumidor financiero puede utilizar un servicio digital, como una aplicación en su dispositivo móvil o vía web, en la cual puede

⁴ Trad. por Felipe Arias: Crowdfunding aprovecha la toma de decisiones e innovación, y lo aplica al financiamiento de proyectos o negocios. Utilizando las redes sociales, los perfiles sociales y la naturaleza viral de la comunicación basada en la web, las personas y las empresas han recaudado miles de millones de dólares en deuda, acciones y donaciones para proyectos en los últimos cinco años. En: BEST, Jason; NEISS, Sherwood; SWART, Richard; LAMBKIN, Anthony y RAYMOND, Sam. *Crowdfunding's Potential for the Developing World* [en línea]. Banco Mundial, 2013 [Consultado en línea el 24 de marzo de 2017]. Disponible en Internet: <http://documents.worldbank.org/curated/en/409841468327411701/Crowdfundings-potential-for-the-developing-world>

⁵ *Ibíd.*

solicitar fondeo de recursos para la ejecución de un proyecto.⁶ Los expertos en banca digital aseguran una revolución en la industria financiera en menos de media década, que hará que los proveedores de servicios financieros digitales acaparen y participen del más del 30% del sector financiero.⁷

Por oposición a la visión positiva de la transformación digital del crédito, en los críticos de las *fintech* está la lección que dejó la crisis financiera del 2007, con el denominado *shadow banking*⁸. Quienes argumentan en contra de las *fintech* manifiestan que las empresas digitales que ofrecen servicios y productos financieros hacen parte de un mercado oculto, en donde se conoce muy poco de cómo operan estos competidores y de los riesgos que existen para sus usuarios o clientes, toda vez que no han sido foco de la regulación.

Ante este escenario, la necesidad de búsqueda de una regulación salta en las primeras apreciaciones por parte de las entidades de regulación y supervisión del sistema financiero

⁶ DAWSON, Freddie. *How to beat the bank: P2P lending could lead to higher interest rates* [en línea]. Forbes, 29 de mayo de 2014 [Consultado el 4 de abril de 2016]. Disponible en Internet: <http://www.forbes.com/sites/freddiedawson/2014/05/29/how-to-beat-the-bank-p2p-lending-could-lead-to-higher-interest-rates/#68da024d2911>

⁷ ACCENTURE (Irlanda). *Banking Customer 2020: Rising Expectations point to the Every Day Bank* [en línea]. 10 de julio de 2015 [Consultado el día 8 de agosto de 2016]. Disponible en Internet: https://www.accenture.com/t20150710T130243__w_/us-en/_acnmedia/Accenture/Conversion-Assets/DotCom/Documents/Global/PDF/Dualpub_17/Accenture-Banking-Consumer-Pulse.pdf

⁸ “shadow banking, in fact, symbolizes one of the many failings of the financial system leading up to the global crisis. The term “shadow bank” was coined by economist Paul McCulley in a 2007 speech at the annual financial symposium hosted by the Kansas City Federal Reserve Bank in Jackson Hole, Wyoming. In McCulley’s talk, shadow banking had a distinctly U.s. focus and referred mainly to nonbank financial institutions that engaged in what economists call maturity transformation. Commercial banks engage in maturity transformation when they use deposits, which are normally short term, to fund loans that are longer term. shadow banks do something similar. They raise (that is, mostly borrow) short-term funds in the money markets and use those funds to buy assets with longer-term maturities. But because they are not subject to traditional bank regulation, they cannot—as banks can—borrow in an emergency from the Federal Reserve (the U.S. central bank) and do not have traditional depositors whose funds are covered by insurance; they are in the “shadows”. KODRES, Laura E. *What is shadow banking?* [en línea]. IMF, Finance & Development, Vol. 50, No. 2, junio de 2013 [Consultado en línea el 15 de julio de 2017]. Disponible en Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/06/basics.htm>

en esta materia, debido a que a primera vista el manejo de los recursos del público son de interés del estado y las lecciones que han dejado las épocas de crisis financiera se han relacionado con la falencia de una regulación previa y clara que protegiera el mercado financiero. Sin embargo, a lo largo de este trabajo se va a revisar la eficiencia en la intervención del mercado para que con ello se establezca si debe adelantarse o no una propuesta regulatoria frente al *Crowdfunding*, ya que, no todo los nuevos fenómenos económicos, sociales, culturales necesariamente se solucionan mediante la fijación de reglas porque podría alterar la eficiencia en los mercados. A nivel comparado, las principales regulaciones en *Crowdfunding* se encuentran en Estados Unidos, con la norma *Jumpstart Our Business Startups Act* o (“JOBS Act”) que pretende regular este fenómeno que ha traído las *Fintech*. Por su lado, ha sido objeto de regulación en España mediante la Ley de Fomento de Financiación Empresarial.

En el caso colombiano, aunque a la fecha no ha existido una regulación sobre *Crowdfunding*, sí existen varios conceptos que ha emitido la máxima autoridad de control y vigilancia del sector financiero, la Superintendencia Financiera de Colombia (“SFC”), en relación con varios casos que se le han consultado, y que dicha entidad ha resuelto con la interpretación de la legislación vigente, aunque precaria, en esta materia.

Bajo los anteriores criterios, con este estudio se pretende analizar la regulación actual existente de las operaciones de financiamiento colectivo a través de plataformas electrónicas, y así mismo, de no encontrarse o ser precaria, desarrollar una propuesta regulatoria en Colombia. Desde el punto de vista de la regulación económica se usará como herramienta de análisis la teoría o test de Spulberg, con el propósito de indicar la viabilidad de regulación o intervención del Estado en este mercado económico.

OBJETIVOS

1. Objetivo general

Realizar una propuesta regulatoria sobre las operaciones de financiamiento colectivo o *Crowdfunding* de préstamo, destacando los principales elementos que debería tener, de manera que lleve al óptimo social y fundamentándose en el liberalismo económico.

2. Objetivos específicos

- a. Describir el panorama actual de las plataformas de *Crowdfunding* en el mundo y su impacto en la transformación del sistema bancario.
- b. Analizar la función económica que tienen las operaciones de *Crowdfunding* de préstamo.
- c. Aplicar el test de Spulber para comprobar la necesidad de regular el *Crowdfunding*, destacando la falla del mercado que podría ser corregida mediante regulación eficiente.
- d. Revisar las regulaciones actuales de países que han implementado el *Crowdfunding*.
- e. Comparar brevemente las regulaciones actuales de países que hayan implementado el *Crowdfunding* de préstamo.

Analizar el *Crowdfunding* a la luz de otras figuras jurídicas comparables en la normatividad colombiana. Describir y proponer soluciones a los riesgos que conlleva la realización de *Crowdfunding*.

INTRODUCCIÓN

Las tendencias actuales en el mundo están llevando a que varios países estén regulando el *Crowdfunding* y estableciendo ciertas reglas de juego, definiciones, agentes, limitaciones, estructura de mercado, obligaciones y derechos. Un estudio de IOSCO (2015), mostró la

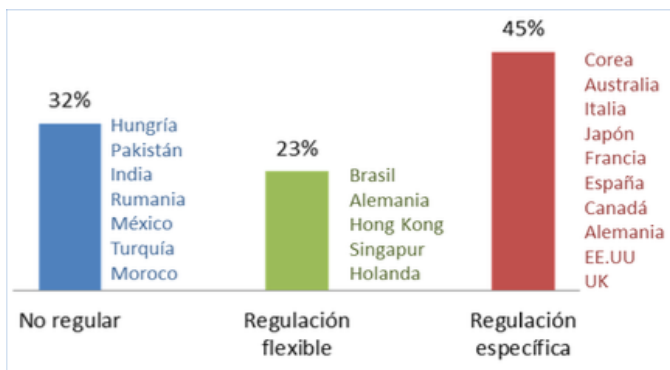
tendencia regulatoria del *Crowdfunding* en el mundo, analizando los países que habían decidido no regular, aquellos que consideraron implementar una regulación flexible y otros que regularon de forma específica.⁹

En relación con aquellos que consideraron no regular, se espera que se adapten las normas ya existentes a una nueva situación de mercado, con interpretaciones que consideren las innovaciones como una versión de las figuras existentes. Por su parte, aquellos países que decidieron regular de forma flexible, implementaron excepciones en su normativa para permitir el acceso de los nuevos agentes en el mercado. Por parte de aquellos países que decidieron expedir una regulación específica, reconocieron a las plataformas de *Crowdfunding* como intermediarios y definieron las obligaciones y deberes de cada una de las partes involucradas.

Como resultado del estudio, se evidenció que la tendencia de los países es en su mayoría a crear regulación específica para el *Crowdfunding*, particularmente en lo que tiene que ver con la modalidad de crédito (*P2P lending*) y las de inversión (*equity*), tal como lo indica la siguiente gráfica:

Gráfica 1. Regulación del *Crowdfunding* en el mundo.

⁹ ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES (IOSCO). *Crowdfunding: 2015 Survey Responses Report* [en línea]. 2015 [Consultado el 30 de marzo de 2017]. Disponible en Internet: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf>



Fuente: IOSCO (2015). Tomado de: URF (2016) Documento de consulta. *Alternativas de regulación del Crowdfunding*.

De la anterior gráfica se observa que la tendencia regulatoria se está marcando principalmente en algunos países de Asia, Europa y en Norteamérica desde 2015. Sin embargo, no ha existido una definición regulatoria de los países suramericanos, como ocurre en el caso de Colombia.

En Colombia no hay una norma que se ocupe de regular el *Crowdfunding* en cualquiera de sus modalidades. A la fecha existen pronunciamientos reiterados por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, en los cuales ha establecido que los negocios de *Crowdfunding* no han sido regulados y que la realización de los mismos implicaría el desarrollo de operaciones de captación masiva de dineros o administración de recursos de terceros, funciones que se encuentran reservadas exclusivamente para las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera.¹⁰ Igualmente, la entidad supervisora ha manifestado de forma reciente que las personas que realicen operaciones de *Crowdfunding* que impliquen la captación de recursos del público y la intermediación financiera, pueden ser objeto de

¹⁰ REPÚBLICA DE COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Conceptos 2014080045-001-000. 2014 y Concepto 2013057394-001. 2013.

medidas de carácter administrativo y penal, según lo ha dispuesto el ordenamiento jurídico colombiano.¹¹

Por todo lo anterior, y dada la relevancia de las operaciones de *Crowdfunding* en el mundo, y especialmente en Colombia, a partir de agosto de 2016 se ha venido trabajando un documento técnico sobre alternativas de regulación del *Crowdfunding*, liderado por la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (“URF).

Bajo este contexto, el presente trabajo busca mostrar la falla de mercado existente derivada de la falta de regulación de la figura del *Crowdfunding* bajo la modalidad de préstamos, y explicar desde la regulación ya existente en otros países y doctrina en la materia, la forma en la que debería darse una regulación que busque un óptimo social.

CAPÍTULO I CONCEPTUALIZACIÓN DEL *CROWDFUNDING*

1.1. CONCEPTUALIZACIÓN Y FUNCIÓN ECONÓMICA DE LA FIGURA DEL *CROWDFUNDING*.

1.1.1. Definición del *Crowdfunding*

Sea lo primero señalar que el concepto de *Crowdfunding* no tiene una definición legal actual y expresa bajo la legislación colombiana. Sin embargo, existen algunas menciones por parte de la doctrina en esta materia. Hay que destacar que no hay una definición uniforme u homogénea, toda vez que el concepto de *Crowdfunding* ha sido desarrollado en diferentes idiomas y abordado desde diferentes perspectivas. De forma ilustrativa, la Profesora Teresa

¹¹ REPÚBLICA DE COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Concepto 2017008080-001-000 de 2017.

Rodríguez, ha conceptualizado que “el término de *Crowdfunding*, frecuentemente traducido al español como “financiación en masa o colectiva”, describe un amplio y variado fenómeno consistente en la creación de un entorno (electrónico) para la agrupación de un colectivo, la aportación de ideas, recursos y fondos y la interacción en red dirigidas a apoyar conjuntamente proyectos, esfuerzos e iniciativas de individuos, organizaciones o empresas”¹². De esta definición, aunque genérica, destaca los pilares fundamentales en la interacción de un sistema de *Crowdfunding*.

Kuti y Madarász han citado en relación con la definición de *Crowdfunding* que “[w]ith *Crowdfunding*, in response to an open call, members of a large audience voluntarily decide to finance some kind of a goal directly, each individual usually providing only a small sum of contribution in exchange for money, a product or a service when they are not promised anything in return”¹³.

Desde una perspectiva diferente, Quero y Ventura, han manifestado que “*las iniciativas de Crowdfunding pueden interpretarse como estructuras creadas para permitir la co-creación de valor entre un conjunto de actores que se relacionan en un entorno de carácter virtual*”¹⁴.

Para estos autores, el *Crowdfunding* es un sistema de relaciones de co-creación, ya que

¹² RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa. *El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos* [en línea]. Revista de Derecho Empresarial de San José de Costa Rica, No. 1, febrero de 2014 [Consultado el 20 de noviembre de 2016]. P. 107. Disponible en Internet: <http://www.redemcr.org/contenido/el-crowdfunding-como-mecanismo-alternativo-de-financiacion-de-proyectos/>

¹³ Trad. por Felipe Arias: Con el *Crowdfunding*, en respuesta a un llamado abierto, los miembros de una gran audiencia voluntariamente deciden financiar algún tipo de objetivo directamente, cada individuo por lo general proporciona solo una pequeña contribución a cambio de dinero, un producto o un servicio, aun cuando no se considera una promesa a cambio. En: KUTI, Mónica y MADARÁSZ, Gábor. *Crowdfunding* [en línea]. Public Finance Quarterly, Vol. 59, Ejemplar 3, 2014 [Consultado el 25 de noviembre de 2016]. P. 355. Disponible en Internet: https://econpapers.repec.org/article/pfqjournal/v_3a59_3ay_3a2014_3ai_3a3_3ap_3a355-366.htm

¹⁴ VENTURA, Rafael; y QUERO, María José. *Análisis de las Relaciones de Co-creación de valor. Un estudio de casos de crowdfunding* [en línea]. Universia Business Review, tercer trimestre de 2014 [Consultado el 4 de agosto de 2016]. P. 128-143. Disponible en Internet: <https://ubr.universia.net/article/viewFile/914/1044>

consideran que es un proceso desarrollado a partir de la innovación, empleando el uso de nuevas tecnologías de la información y la comunicación que abre posibilidades a los consumidores.

Visto desde un enfoque de los negocios e inversiones, Rechtman y Callaghan han indicado en relación con el *Crowdfunding* que “[t]he process begins when an entrepreneur has an idea that requires capital (or debt-based) investment. The entrepreneur solicits this investment from the public, which thus has the right to a certain return on investment and dividends from the enterprise”¹⁵, y señala seguidamente que “[c]rowdfunding is the most recent iteration of investment vehicles”¹⁶. Estos autores perciben el *Crowdfunding* como una herramienta para agregar valor a las compañías y a los inversionistas, generando ventajas y estableciendo determinados riesgos.

Por todo lo anterior, es claro que pese a las diferentes nociones que se tienen sobre el tema, todas ellas tienen puntos comunes, los cuales confluyen en (i) la existencia de una iniciativa basada en la consecución de recursos en masa, (ii) para la realización de un proyecto específico que carece de liquidez, (iii) el cual es canalizado mediante canales digitales o virtuales que permiten lograr con suficiencia el objetivo propuesto.

1.1.2. Modalidades de *Crowdfunding*.

a. *Crowdfunding* basado en donación.

¹⁵ Trad. por Felipe Arias: El proceso comienza cuando un emprendedor tiene una idea que requiere una inversión de capital (o basada en deuda). El emprendedor solicita esta inversión al público, que tiene derecho a un cierto retorno de la inversión y dividendos del emprendimiento. En: RECHTMAN, Yigal y O’CALLAGHAN, Susanne. *Understanding the basics of Crowdfunding* [en línea]. Accounting & Auditing, noviembre de 2014 [Consultado el día 24 de mayo de 2016]. Disponible en Internet: https://http://www.rechtman.com/images/Nov_A&A_Rechtman.pdf

¹⁶ Trad. por Felipe Arias: *Crowdfunding* es la iteración más reciente de los vehículos de inversión. En: *Ibíd.* p.2.

En este tipo de modalidad se busca el apoyo de proyectos personales, altruistas y caritativos, en donde los contribuyentes no buscan la obtención de beneficios financieros o económicos puesto que la utilidad del aportante se mide en la satisfacción emocional en la participación de un proyecto. En esta estructura de *Crowdfunding*, se encuentra:

- i. El promotor del proyecto: Es la sociedad o persona natural que tiene una idea y carece de liquidez para desarrollarla.
- ii. Plataforma de *Crowdfunding*: Intermediario que se encarga de unir a al promotor con el donante a través de la publicación del proyecto por medio de un sistema digital.
- iii. Donante: Agente que tiene liquidez para aportar en el proyecto.

Generalmente estos proyectos son liderados por ONG'S, asociaciones o individuos para el fomento de campañas sin ánimo de lucro. En este caso los donantes de recursos reciben la información detallada del estado del proyecto, logrando la construcción de relaciones de confianza entre el promotor, la plataforma digital y los donantes.¹⁷

A primera vista, este tipo de modelos se encuentran consagrados en el título XIII del código civil colombiano. Al respecto, el artículo 1443 reza “la donación entre vivos es un acto por el cual una persona transfiere, gratuita e irrevocablemente, una parte de sus bienes a otra que la acepta”.

De lo anterior, se entiende que el donante tiene la obligación de la transferencia una parte de sus bienes, como lo son los recursos. El promotor no tiene contraprestación alguna a la de aceptar. Por su parte, la plataforma si tendría obligación de entregar los bienes dados en encargo a favor del promotor, y de informar al donante el estado del proyecto.

¹⁷ RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL. Op. Cit., p. 108.

b. *Crowdfunding* basado en recompensa.

Esta modalidad puede ser utilizada para proveer de recursos a empresas que se encuentran emprendiendo, o proyectos creativos. Bajo este supuesto, los aportantes reciben una recompensa materializada en productos físicos o servicios de acuerdo al valor de su aporte, y en ningún caso lo podrán ser recursos financieros.

Dentro de este modelo existen dos categorías de recompensas según la cuantía del aporte y el valor de la recompensa. La primera es cuando la persona que aporta ve compensada su contribución al proyecto con una recompensa simbólica y no corresponde el precio con la cantidad aportada, como ocurre con la financiación de una concierto o producciones musicales o teatrales en donde la recompensa son autógrafos, entradas, etc. Para la segunda categoría de aporte hay una justificación del valor aportado con el precio final del proyecto, logrando compra ventas de bienes o servicios anticipados, como ocurriría en una rebaja de precio para las personas que compren anticipadamente.¹⁸

c. *Crowdfunding* basado en préstamo. (*Peer to peer lending*).

Esta modalidad es la que se pretende abordar en el presente trabajo, pues de antemano se advierten barreras normativas que conllevan a fallas de mercado, siendo la operación que se encuentra en mayor crecimiento en el mundo, y sobre la cual es indispensable aplicar una regulación que permita mitigar o eliminar los riesgos asociados a esta actividad y con ello dotar de seguridad jurídica la realización de las operaciones que son fuente de crecimiento en el tiempo.

¹⁸ *Ibíd.* p. 109.

El *Crowdfunding* basado en préstamo es también denominado “peer to peer o peer to business lending ” o simplemente, “Crowdlending”, y se basa en operaciones de préstamo entre la colectividad de aportantes (prestamistas) y los promotores del proyecto que buscan la financiación (prestatario). Es por esto que los prestamistas buscan un reconocimiento financiero o económico (intereses remuneratorios) atado a una operación de crédito.

El lending *Crowdfunding* puede desarrollarse de diferentes formas: (i) La primera se relaciona con la actuación de la plataforma como un intermediario que se encarga del recaudo de los aportes de los prestamistas y garantizando la devolución de los recursos a los mismos, según condiciones pactadas. Para la tratadista Teresa Rodríguez, este tipo de interacciones de las plataformas generan dificultades regulatorias, pues, estarían utilizando la facultad de intermediación en el mercado financiero que está prevista y regulada exclusivamente para ciertos agentes de dicho mercado, como lo son los establecimientos de crédito. (ii) En una segunda forma, las plataformas pueden actuar como simples mecanismos que ofrecen digitalmente el acceso a un mercado directo entre prestamistas y prestatarios, con la finalidad de cerrar transacciones privada con libre acuerdo de las condiciones entre las partes.¹⁹

Para efectos del presente trabajo de grado se abordará lo establecido en el literal i del anterior párrafo, en la medida que existe un impacto directo sobre los recursos del público, aspecto que es de interés público, y de allí la importancia de la intervención regulatoria.

d. *Crowdfunding* basado en acciones.

Esta modalidad de *Crowdfunding* es uno de los más complejos y que tiene grandes impactos desde la perspectiva legal. En palabras de Kuti y Madarász, “involves the cheap issuance of

¹⁹ *Ibíd.* p. 110.

shares through the internet, where investors can acquire stock in corporations for a small amount of money, with a claim over the company's future cash-flow"²⁰.

De esta forma, los inversionistas que aportan recursos pretenden la obtención de participaciones en el capital social de la compañía sobre la cual se realiza la promoción del proyecto. Con esto, los inversionistas tendrían los derechos legales y económicos, como lo son la participación de las decisiones de la sociedad sobre la que recae el proyecto, y la obtención de las utilidades sociales.

1.1.3. Antecedentes y contexto.

El término "*Crowdfunding*" ha venido en auge desde los últimos años, debido al vital papel que ha tenido la economía colaborativa dentro de los mercados. No hay una fecha concertada sobre el origen del *Crowdfunding*, sin embargo, existen muestras del esquema de financiación colectiva desde hace varios años atrás, claro está sin la intermediación de plataformas digitales o uso del internet, como ocurrió con la campaña de *Crowdfunding* de Joseph Pulitzer's, la cual se utilizó para financiar la construcción de la base de granito de La Estatua de la Libertad en 1885. Para ese momento, Francia había donado a Estados Unidos La Estatua para celebrar la amistad entre los países y el apoyo a los ideales republicanos, pero se habrían agotado los recursos para finalizar la construcción de la base donde se pondría La Estatua de la Libertad, por lo que Pulitzer's - editor del periódico *New York World*²¹ –

²⁰ Trad. por Felipe Arias: Involucra la emisión de acciones a menor costo a través de Internet, donde los inversionistas pueden adquirir acciones en corporaciones por una pequeña cantidad de dinero, con un reclamo sobre el flujo de caja futuro de la compañía. En: KUTI. OP. Cit., p. 356.

²¹ El medio de comunicación hacía un llamado a la colectividad y trabajo colaborativo de la siguiente forma: "Let us not wait for the millionaires to give us this money. It is not a gift from the millionaires of France to the millionaires of America, but a gift of the whole people of France to the whole people of America.". En: ESTADOS UNIDOS DE AMERICA. SERVICIO DE PARQUES NACIONALES (National Park Service).

impulsó a los ciudadanos de la ciudad de Nueva York a apoyar el financiamiento del proyecto de construcción, consiguiendo en cinco meses la obtención de 102.000 dólares (hoy 2.3 millones de dólares) en donaciones por parte de 125.000 personas, quienes aportaron cantidades de 1 dólar o menos.²²

El origen del *Crowdfunding* en internet se remonta a 1997, cuando la banda de rock británico Marillion alcanzó 60.000 dólares en donaciones realizadas en una campaña por internet para la financiación de la gira por Estados Unidos.²³ Para aquella época se buscó fomentar la participación colectiva de los fans mediante el uso de redes digitales, sin embargo no fue tan avanzado como lo es hoy en día, debido a la falta de pasarelas de pago o sistemas de pago electrónico.

Estas campañas de recaudo de recursos por la colectividad para el impulso de proyectos o simplemente ideas brindaron la hoja de ruta para el desarrollo de un sistema moderno de financiación colectiva mediante el uso de redes. Para el año 2014 estaban constituidas al menos 1250 plataformas en comparación con las 100 que existían para el año 2007, logrando mover de 0.1 billones de dólares a 16.2 billones de dólares, correspondientemente.²⁴ A continuación se encuentra el gráfico 1 que muestra el crecimiento y el total de volumen de

Joseph Pulitzer. 26 de febrero de 2015 [Consultado en línea el 4 de febrero de 2017]. Disponible en Internet: www.nps.gov/stli/historyculture/joseph-pulitzer.htm.

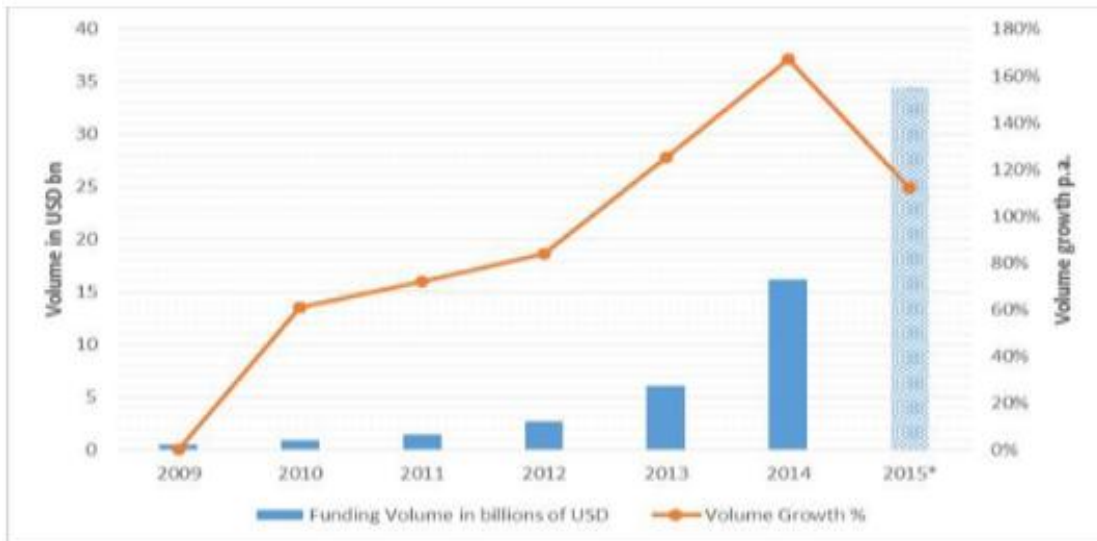
²² FREEDMAN, David y NUTTING, Matthew. *Equity Crowdfunding for investors: A guide to Risks, Returns, Regulations*. Primera edición. Hoboken (NJ), EE.UU.:Wiley. 2015. P.2.

²³ YOUNG, Thomas Elliot. *The Everything Guide to Crowdfunding*. Reino Unido: Everything Books, Simon & Schuster. 2012. P.. 54-56.

²⁴ MOSLENER, Ulf y WINKLER, Adalbert. *Crowdfunding: a significant contribution to financial system development in developing countries?* [en línea]. Frankfurt School of Finance & Management - UNEP, 31 de agosto de 2015 [Consultado en línea el 6 de agosto de 2016]. Disponible en Internet: <https://fs-unep-centre.org/sites/default/files/publications/crowdfundingaugust2015.pdf&usg=AOvVaw2Ou2A717ihYoyL9gU0t1H>

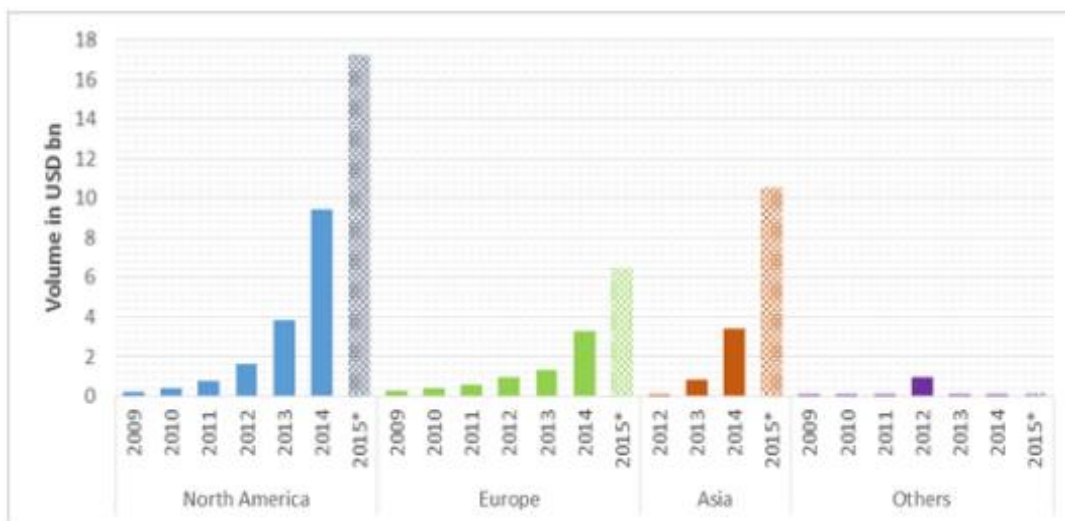
recursos negociados a través de las plataformas, y el gráfico 2 que muestra el crecimiento de los volúmenes negociados a través de las plataformas por las diversas regiones en el mundo:

Gráfico2: Montos totales y crecimiento Crowdfunding.



Fuente: Massolution, 2015. Tomado de: *Crowdfunding: a significant contribution to financial system development in developing countries?*, Frankfurt School of Finance & Management gGmbH, (2015).

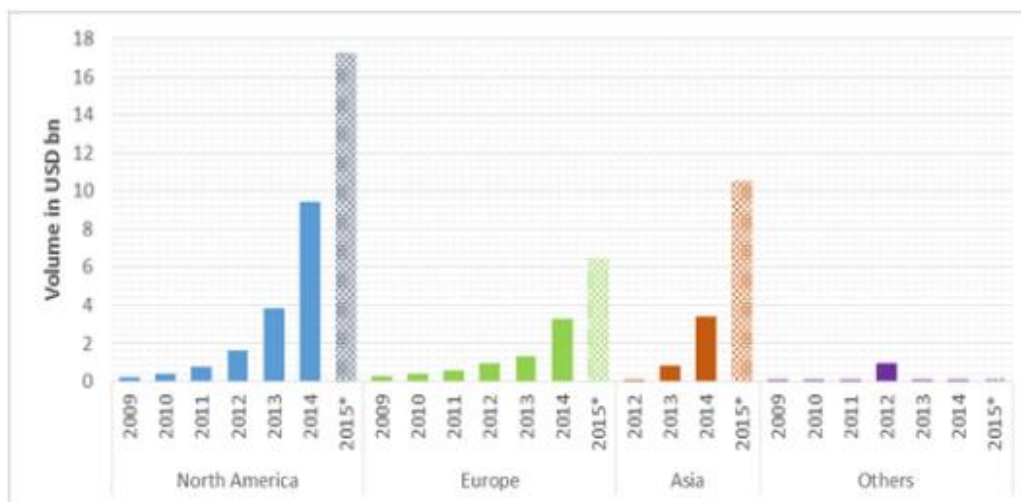
Gráfico3: Distribución regional de montos.



Fuente: Massolution, 2015. Tomado de: *Crowdfunding: a significant contribution to financial system development in developing countries?*, Frankfurt School of Finance & Management gGmbH, (2015).

Como se explicó anteriormente, el *Crowdfunding* tiene diferentes modelos o esquemas, sin embargo, el objeto principal de este trabajo está encaminado a abordar el modelo de financiamiento *peer to peer lending* (“P2P Lending”) en donde se busca un esquema de préstamo, en virtud del cual, se concede una retribución económica de la persona que participa de la financiación, como lo sería la obtención de intereses o rendimientos financieros por la cantidad de dinero aportada. Tradicionalmente el modelo de donación representaban un mayor porcentaje en el volumen de operaciones de *Crowdfunding*, sin embargo, de forma reciente las formas de financiamiento P2P Lending ha venido emergiendo como la actividad más importante a nivel global. Para éstas el volumen de recursos negociados para el año 2014 fueron de 11.1 billones de dólares, representados en más del 68% del volumen total. Tanto para Fitch Ratings como para PwC, la expectativa de crecimiento en el mediano plazo de las operaciones es de 114 a 150 billones de dólares respectivamente. A continuación una gráfica que explica el crecimiento de cada uno de los modelos:

Gráfica 4: Crecimiento de modelos de *Crowdfunding*.



Fuente: Massolution, 2015. Tomado de: *Crowdfunding: a significant contribution to financial system development in developing countries?*, Frankfurt School of Finance & Management gGmbH, (2015).

Se puede observar que a partir del año 2012 los modelos de *Crowdfunding* de donación y recompensas empezaron a perder terreno frente al de préstamos, y se empezó a duplicar su impacto hacia el año 2014. (Gráfico 3). El impacto y crecimiento se debe principalmente a los préstamos de baja escala, donde los demandantes de los créditos buscan refinanciar deudas tradicionales, como ocurre con las de tarjetas de crédito. Los créditos comerciales han mostrado un lento desarrollo. Por su lado, en los países desarrollados, se ha mostrado como para los inversionistas institucionales como los *Hedge Funds* o fondos de pensiones, el *Crowdfunding* muestra un escenario propicio para el desarrollo de nuevas actividades.²⁵

²⁵ *Ibíd.*

Ahora bien, en el caso de Colombia, no existe regulación formal sobre el desarrollo de la actividad de *Crowdfunding*, pero esto no ha impedido que varias plataformas promuevan proyectos colombianos.²⁶

1.1.4. Claves del auge del *Crowdfunding*.

Dentro de las claves que se resaltan en el gran impacto que ha causado el *Crowdfunding*, se destacan las siguientes, mostradas por el BBVA Innovation Center²⁷:

- a. Desarrollo tecnológico: el hecho de tener un ambiente digital permite que tanto demandantes como oferentes accedan de forma ágil y segura a un mercado que se expande superando barreras territoriales.
- b. Necesidad de financiación: Frente a las épocas de crisis económicas, se requieren de fuentes alternas de financiación para la obtención de fondos.
- c. Búsqueda de mayor rentabilidad: En el mercado de capitales los inversionistas han migrado a fuentes no convencionales de inversión que produzcan un mayor retorno al tradicional tipo de interés.
- d. Menor coste de transacción: Al eliminarse los costos de transacción de los bancos, los agentes directamente pueden negociar condiciones que les beneficien.

²⁶ En Colombia, operan principalmente plataformas como Kickstarter, Indiegogo, Filmantropo, Publicart.me, Help, Idbooster, Sumame, Little Big Money, La Chevre, entre otras.

²⁷ BBVA INNOVATION CENTER. *Crowdfunding, la alternativa financiera para inversionistas y emprendedores* [en línea]. Serie Fintech, febrero de 2015 [Consultado el día 14 de noviembre de 2015]. Disponible en Internet: https://www.bbva.com%2Fes%2Fwp-content%2Fuploads%2F2017%2F10%2Febook-crowdfunding-una-alternativa-financiera-para-emprendedores-e-inversores_2.pdf&usg=AOvVaw2vOLsepYT2zcwi2llhA0wn

- e. El valor de una comunidad: El desarrollo de los proyectos entre los agentes genera una comunidad que va creciendo y mostrando exposición a terceros.
- f. Aumento de ingresos: La financiación por medio de *Crowdfunding* aumentan después de superar la ronda de inversión.
- g. Acceso a otras inversiones: La superación de la primera ronda de inversión muestra visibilidad frente a inversionistas profesionales e institucionales.
- h. Lagunas en la regulación: En la medida que no en todos los países se ha regulado el *Crowdfunding* ha permitido explorar esos mercados con mayor velocidad.

Las anteriores claves han permitido el crecimiento exponencial en años del *Crowdfunding*, sin embargo, ello no implica que sean los argumentos más eficientes y efectivos para un desarrollo sostenible en el tiempo, pues de las anteriores claves se pueden generar riesgos legales, de crédito, de contraparte, entre otros, asociados a los agentes y a la misma operación.

1.1.5. Riesgos del *Crowdfunding*.

Dentro de los principales riesgos que destacan Rechtman y O'Callaghan²⁸, se encuentran:

- a. *Operacional*: la generación de errores y fallos de las plataformas tecnológicas que no protegen información de las transacciones, inversionistas, manejo del dinero.

²⁸ RECHTMAN. Op. Cit.

- b. *Registros*: se presentan cuando en la operación de la plataforma no se conectan o ajustan los registros de las transacciones.
- c. *Cumplimiento*: se presentan cuando las plataformas encargadas de revisar el cumplimiento de las normas no realizan la debida diligencia de las partes involucradas en la transacción.
- d. *Fraude*: se presenta cuando a través de las operaciones de *Crowdfunding* se pretende disfrazar u ocultar la realización de actividades fuera de la ley.

1.2.FUNCIÓN ECONÓMICA DEL *CROWDFUNDING*.

Al realizar un análisis de la función económica del *Crowdfunding*, se encuentra que el mismo tiene dos aspectos clave. El primero está relacionado con la disminución de costos de transacción. Esto se explica en la medida que para el deudor que busca recursos para adelantar un proyecto le es eficiente publicar y solicitar recursos con la promoción de las condiciones de la financiación. A diferencia de solicitar recursos a través de un banco comercial, se evitan los costos de negociación con el banco, la solicitud de garantías personales, mobiliarias o reales para el otorgamiento del crédito, la contratación de firmas externas que puedan asesorar el contrato de crédito, los requisitos documentales para la vinculación y análisis de cupos de crédito, sumado a los tiempos dispuestos para la obtención de los recursos. Así mismo, el costo del crédito resulta ser mayor en la medida que traduce el costo de operación para el banco, mientras que para las plataformas digitales existen incentivos en la disminución de costos por la transacción, en la medida que no tienen costos mayores por la estructura de la empresa. Sin embargo, se considera que para los bancos existe una

oportunidad o reto en el que se deben aprovechar las economías de escala para generar competencia.

El segundo aspecto se encuentra relacionado con las barreras de acceso al mercado de crédito. Es cierto que para acceder a un crédito se tiene que contar con todos los requisitos establecidos por el banco, y no todo cliente es apto en los análisis de crédito, bien sea por la reciente constitución de la compañía, hasta análisis de riesgo de crédito. Con las operaciones de *Crowdfunding* se puede tener mayor penetración de mercado de crédito, y aprovechar la inclusión financiera. Para la Asobancaria y la Unidad de Regulación Financiera de Colombia, el *Crowdfunding* de crédito “facilita el acceso al crédito a pequeñas y medianas empresas. Sin embargo, por ser una actividad y un instrumento de canalización del ahorro del público, es un asunto que debe tratarse con sumo cuidado”²⁹.

Por lo anterior, según Asobancaria, el *Crowdfunding* es un modelo muy útil para las PYMES, que viene en gran auge mediante mecanismos digitales a tal nivel que los primeros usuarios a nivel mundial reportaron cerca de 880 millones de dólares en inversiones, y para el 2016 esa cifra ascendió a los 61 billones de dólares.³⁰

Por otro lado, se considera que el desarrollo de figuras de *Crowdfunding* permitirá incrementar la innovación y competencia en el mercado. En la medida que se permita la operación de plataformas digitales, las cuales operan con costos reducidos al no contar con redes de sucursales físicas para desarrollar la actividad, permitirá que la banca tradicional se

²⁹ ASOBANCARIA. *Crowdfunding: nueva herramienta para la inclusión financiera*. Vicepresidencia técnica, edición 1104, 28 de agosto de 2017 [Consultado en línea el día 2 de noviembre de 2017]. Disponible en Internet: <http://www.asobancaria.com/2017/08/28/edicion-1104-crowdfunding-nueva-herramienta-para-la-inclusion-financiera/>

³⁰ *Ibíd.*

vea incentivada en competir con estas plataformas, ofreciendo mayor diversificación del portafolio y favoreciendo los beneficios de los consumidores del sector financiero.³¹

Por los anteriores factores se considera que es una figura que generará beneficio para los agentes en el mercado.

1.3.FIGURAS LEGALES SIMILARES A ESQUEMAS DE *CROWDFUNDING*.

A continuación se describen las principales figuras o negocios jurídicos que se asemejan a los diferentes tipos de *Crowdfunding*, pero que las diferentes normas no han previsto su alcance para aplicar un fondeo colectivo.

1.3.1. Negocios jurídicos de donaciones.

La legislación civil colombiana establece las reglas inherentes a las donaciones realizadas entre vivos. Al respecto, las define de la siguiente forma: “La donación entre vivos es un acto por el cual una persona transfiere, gratuita e irrevocablemente, una parte de sus bienes a otra persona que la acepta”

De la anterior definición, se puede evidenciar que las donaciones son de carácter gratuito, unilaterales en la medida que la obligación principal es la de entrega de la prestación por el donante, y son de ejecución instantánea.

Al respecto, la donación entre vivos está regulada y autorizada desde la normatividad colombiana. Sin embargo, las donaciones suponen un negocio celebrado entre las partes en el negocio jurídico, pero sus reglas no abarcan los esquemas modernos de *Crowdfunding* de

³¹ ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES (IOSCO). *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast* [en línea]. 2014 [Consultado en línea el 8 de agosto de 2016]. Disponible en Internet: <https://www.iosco.org/research/pdf/Internetfinancepart1.pdf>

donación, en los que existe un intermediario que recauda los recursos provenientes de las donaciones mediante el uso de plataformas digitales.

Sin perjuicio de lo anterior, las normas generales de donaciones entre vivos, facilitan el *Crowdfunding* basado en donaciones, en el que normalmente se usa para el desarrollo de proyectos con impacto social.

1.3.2. Fondos de inversión colectiva.

Los fondos de inversión colectiva son mecanismos a través de los cuales inversionistas pueden depositar recursos para el cumplimiento de los fines y reglamentos para los cuales fue creado el fondo. De conformidad con la normatividad colombiana, “se entiende por fondo de inversión colectiva todo mecanismo o vehículo de captación o administración de sumas de dinero u otros activos, integrado con el aporte de un número plural de personas determinables una vez el fondo entre en operación, recursos que serán gestionados de manera colectiva para obtener resultados económicos también colectivos”³²

Bajo la anterior definición es muy importante tener en cuenta que existe un gestor o administrador que gestiona los recursos incorporados en el fondo, con la finalidad de obtener beneficios o utilidades comunes. Así mismo, hay una pluralidad de participantes o inversionistas.

Al respecto, se considera que por el hecho que existen una pluralidad de inversionistas que aportan recursos para el desarrollo de unas actividades propias de inversión, con el fin de obtener beneficios comunes, traducen una forma de *Crowdfunding* basada en inversión. Sin

³² REPUBLICA DE COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. *Decreto 2555 de 2010*. Artículo 3.1.1.2.1.

embargo, es claro que las actividades de los fondos de inversión colectiva se encuentran reguladas y vigiladas por la Superintendencia Financiera.

Por lo anterior, este tipo de vehículos parecieran mantener características que se asimilan a elementos de la esencia del *Crowdfunding*.

1.3.3. Emisión en el mercado público de valores.

Actualmente, es posible que las sociedades emitan acciones en un mercado abierto y público en el que busquen contribuciones de capital por parte de inversionistas para el desarrollo de los fines y objeto de la empresa emisora. Esta es una actividad regulada por la ley 964 de 2005 y normas que lo complementen y/o adicionen. Este mercado de valores al ser público tiene disposiciones relacionadas con las características de los valores que se negocian, los procedimientos y condiciones para las emisiones en el mercado, entre muchas otras.

Esta figura es la que más se asemeja al *Crowdfunding* de equity, de hecho comparten los elementos de la esencia. En efecto, se busca que una pluralidad de personas puedan adquirir acciones mediante mecanismos modernos de plataformas digitales.

Este tipo de operaciones de *Crowdfunding* son las que de forma inmediata han estado bajo la lupa de los países, ya que, buscan asentarse en un mercado regulado. En el caso de Colombia, es muy claro que la competencia para intervención en el mercado es del gobierno nacional, quienes tienen la facultad para determinar las actividades que hacen parte del mercado público de valores, su regulación, el establecimiento de la regulación aplicable a los valores y los entidades que participan del mercado, entre otras.³³

³³ REPUBLICA DE COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. *Ley 964 de 2005*. Artículo 4.

Por todo lo anterior, es claro que existe una regulación para las operaciones sobre valores (acciones) que se ofrecen de forma pública, y que por ello mismo se requiere una regulación que permita a las plataformas digitales permitir el desarrollo del *Crowdfunding* de equity.

1.3.4. Contrato de crédito sindicado.

En relación con las operaciones de crédito, se puede advertir que actualmente en las transacciones de financiamiento estructurado, existen los créditos sindicados, aquellos en los cuales existe una pluralidad de acreedores (bancos o entidades prestamistas) y se encargan de financiar de forma común un proyecto de altos volúmenes solicitado por un deudor. En este caso, normalmente existe un agente que se encarga de gestionar y actuar entre los intereses de los prestamistas y los prestatarios.

Este tipo de operaciones son estructuradas y hechas a la medida de las necesidades de liquidez del proyecto o del deudor que se encuentra detrás de él, razón por la que tiene un mayor grado de complejidad y tecnicismo.

Este tipo de financiaciones comparten con las operaciones de *Crowdfunding* de préstamo, la pluralidad de acreedores, el financiamiento de una necesidad de liquidez y dependiendo de la forma, un agente que se encarga de darle gestión a la operación como ocurriría con las plataformas digitales que se encuentran adelantando los proyectos. Sin embargo, es claro que este tipo de operaciones no pretenden abordar el *Crowdfunding* de préstamo, pues, las primeras corresponden a estructuras donde se requieren una pluralidad de acreedores en la medida que los montos de capital requeridos son demasiado altos, y aumenta la exposición de riesgo de crédito.

Sin perjuicio de lo anterior, se proponen como mecanismo actualmente en uso que puede dar connotaciones de las operaciones de *Crowdfunding*.

1.4. CONCEPTUALIZACIÓN DEL *CROWDFUNDING* EN COLOMBIA.

En Colombia no existe una norma que se ocupe de regular el *Crowdfunding* en cualquiera de sus modalidades. Como se expuso previamente, hay en la actualidad figuras legales que son asimilables, pero se encuentran debidamente reguladas para el cumplimiento de un contexto y propósito diferente, y no alcanzan a regular circunstancias que se predicen de las formas recientes de financiación colectiva mediante el empleo de plataformas digitales.

A la fecha existen pronunciamientos reiterados por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, en los cuales ha establecido que el *Crowdfunding* no ha sido regulado y que la realización del mismo implicaría el desarrollo de operaciones de captación masiva de dineros o administración de recursos de terceros, funciones que se encuentran reservadas exclusivamente para las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera.³⁴ Igualmente, la entidad supervisora ha manifestado de forma reciente que las personas que realicen operaciones de *Crowdfunding* que impliquen la captación de recursos del público y la intermediación financiera, pueden ser objeto de medidas de carácter administrativo y penal, según lo ha dispuesto el ordenamiento jurídico colombiano.³⁵

Este tipo de operaciones no han sido bien recibidas por parte de la máxima autoridad del sector financiero, pues pese a su nula regulación, conlleva riesgos implícitos que pueden alterar el orden financiero y económico. La suma de los riesgos se traduciría en una potencial

³⁴ REPUBLICA DE COLOMBIA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Conceptos No. 2014080045-001-000 de 2014 y Concepto No. 2013057394-001 de 2013.

³⁵ SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Concepto 2017008080-001-000 de 2017.

la pérdida del dinero por parte de los inversionistas, es decir, de los agentes superavitarios de liquidez, lo que se traduce en el menoscabo de los ahorros del público, interés que es especialmente protegido por la Constitución Política de Colombia³⁶.

Por todo lo anterior, y dada la relevancia de las operaciones de *Crowdfunding* en el mundo, y especialmente en Colombia, a partir de agosto de 2016 se ha venido trabajando un documento técnico sobre alternativas de regulación del *Crowdfunding*, liderado por la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (“URF”), en virtud del cual se pretende mostrar la relevancia del tema y hacer una propuesta regulatoria que contemple tres ejes fundamentales consistentes en: (i) la adopción de una definición de *Crowdfunding* financiero; (ii) la fijación de los requisitos para el desarrollo de la actividad; y (iii) la adopción de los deberes y condiciones que deben cumplirse en el desarrollo de las operaciones³⁷. Esta propuesta regulatoria contiene elementos importantes y destacables, pero ha desechado o limitado la misma a las operaciones de financiamiento e inversión, en lo que tiene que ver con esquemas explícitamente financieros, no atiende a la necesidad del mercado y no supera los riesgos que ha establecido la doctrina, lo que conlleva a no lograr el óptimo social.

³⁶ REPÚBLICA DE COLOMBIA. Constitución Política de Colombia de 1991. Artículo 335: “Las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación a las que se refiere el literal d) del numeral 19 del artículo 150 **son de interés público** y sólo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la Ley, la cual regulará la forma de intervención del gobierno en estas materias y promoverá la democratización del crédito.”

³⁷ SALAMANCA Rojas, David. *Alternativas de regulación del crowdfunding* [en línea]. Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera de Colombia (URF), agosto de 2016 [Consultado el 11 de mayo de 2017]. Disponible en Internet: https://www.urf.gov.co%2Furf%2FShowProperty%3Bjsessionid%3DxJPUpBoXOQ6Eyz0OftXG7YBqpt-2nu6Gu70royJCljbIoFlzZRJ7!-1082536274%3FnodeId%3D%252FOCS%252FP_MHCP_WCC-060440%252F%252FidcPrimaryFile%26revision%3Dlatestreleased&usg=AOvVaw2d0UVDLpvKVnUpz51sdVjn

CAPÍTULO II REGULACIÓN CROWDFUNDING EN EEUU, ESPAÑA Y MÉXICO

2.1.COMPARACIÓN NORMATIVA EN DIFERENTES PAÍSES.

En el presente título se pretende realizar una revisión y análisis a recientes regulaciones de *Crowdfunding* en el mundo que se consideran relevantes. Es importante dejar claro que el título no tiene la vocación de ser un análisis de derecho comparado, pues, ello implicaría desviar el fundamento y metodología del presente documento de tesis. Se hace a título de reflexión y oportunidad para la extracción de elementos de juicio para la formulación y construcción del texto de propuesta normativa que se expondrá en el siguiente capítulo.

Para el estudio, se decidió evaluar la regulación de Estados Unidos de América en la medida que es un país que regula en pro de un sistema financiero con estándares de regulación altos y recogiendo estándares de Basilea, sobre todo de cara a la pasada crisis económica de 2008. Es por esta razón, que este país se considera relevante, ya que, la actividad regulatoria está enfocada a brindar estándares altos de seguridad y estabilidad en el sistema financiero y en pro de los intereses de un mercado fuerte. De igual forma, se decidió revisar la regulación aplicada en España, ya que fue unas de las primeras en adoptar un modelo y del cual se considera que se pueden revisar oportunidades y aprendizajes.

Por último, se seleccionó México en la medida en que es un país cuyo sistema financiero presenta características asimilables al colombiano. Igualmente, interesa la forma de adopción de la regulación, ya que, al compartir características similares pueden ser fácilmente equiparables, e igualmente, propende por una forma más flexible sin desatender la alta regulación que ha requerido el sector financiero.

Como se advirtió previamente, no en todos los países del mundo se ha buscado regular la actividad de *Crowdfunding*, razón demás por la que existía una restricción en los posibles estudios de regulación para todos los países.

2.1.1. EE.UU.

El Congreso de los Estados Unidos fue el pionero absoluto en materia de *Crowdfunding*, bajo la iniciativa de la administración de Barack Obama y bajo un espectro mucho más amplio, el cual pretendió atenuar la regulación federal para facilitar que los individuos se convirtieran en inversionistas y que los pequeños empresarios, en su calidad de “creadores de empleos” (como los define la norma) pudiesen ser sostenibles en el tiempo a través de aportes de capital³⁸. La iniciativa tuvo su origen en respuesta a la crisis financiera de 2008, con la cual se evidenció una necesidad institucional de incentivar la economía.

Así las cosas, el *Crowdfunding* no fue percibido por el legislativo y el ejecutivo como un riesgo potencial que debía ser regulado a toda costa, sino como un mecanismo adicional para “inyectar” capital a las pequeñas compañías. Para que ello fuera posible, se establecieron reglas que buscaban evitar fraudes y conductas antiéticas en el desarrollo de dichas actividades digitales. Estas reglas se incorporaron en la Ley para Reactivar Nuestra Creación de Empresas, promulgada el 5 de abril de 2012 (Jumpstart Our Business Startups o JOBS Act), norma que adiciona la Ley de Mercado de Valores de 1933 (Securities Act of 1933)³⁹.

³⁸ FARRELL, Jamie. *The Jobs Act: What startups and small businesses need to know*. [en línea]. Forbes, 29 de septiembre de 2012 [Consultado el día 28 de agosto de 2017]. Disponible en Internet: <https://www.forbes.com/sites/work-in-progress/2012/09/21/the-jobs-act-what-startups-and-small-businesses-need-to-know-infographic/#1958209b1067>

³⁹ ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. OFICINA DEL SECRETARIO DE PRENSA.. *El Presidente Obama promulga la Ley “Jumpstart Our Business Startups” (JOBS) (“Reactivar nuestra creación de empresas”)* [en línea]. 5 de abril de 2012 [Consultado el 29 de agosto de 2017]. Disponible en Internet:

En primer lugar, es importante resaltar que la norma describe como portales de financiación a cualquier persona que actúe como intermediaria en una transacción que involucre la compra o venta de valores por cuenta de otros y que en ejercicio de dicha actividad: (i) no ofrezca asesoría o recomendación de ningún tipo; (ii) venda o compre valores en posición propia; (iii) remunere a sus funcionarios por la venta de valores en el portal; o (iv) posea o maneje fondos de los inversionistas o los valores⁴⁰. Así las cosas, los actores son los mismos del mercado de valores tradicional, emisores de valores (promotores), intermediarios (portales de financiación) e inversionistas. En la norma norteamericana no existe referencia al *Crowdfunding* en otra modalidad distinta a la ya descrita.

Las reglas del JOBS Act tienen un contenido general y delegan la reglamentación en la Comisión de Bolsa y Valores (Securities and Exchange Commission - SEC), bajo los siguientes preceptos:

- a. El potencial inversionista deberá conocer y entender el nivel de riesgo inherente a las nuevas compañías, así como los riesgos propios de la inversión (iliquidez, pérdida total de la inversión, etc.)⁴¹.
- b. Los portales de financiación deberán tomar medidas para reducir el riesgo de contraparte mediante procesos de conocimiento de las personas que, como administradores, accionistas o aliados, hacen parte del proyecto⁴².

<https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/2012/04/06/el-presidente-obama-promulga-la-ley-jumpstart-our-business-startups-jobs>

⁴⁰ *Ibíd.* Section 304.

⁴¹ ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. COMISION DE BOLSA Y VALORES (Securities Exchange Commission). *Jumpstart Our Business Startups Act* [en línea]. 5 de abril de 2012 [Consultado el día 20 de agosto de 2017]. Disponible en: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf>

⁴² *Ibíd.*

- c. Los emisores de valores (promotores) deberán revelar, entre otros: (i) su información empresarial; (ii) su plan de negocio; (iii) la información de los administradores y accionistas (con más del 20%); (iv) estados financieros de la compañía; y (v) estructura de capital de la compañía⁴³.
- d. Cualquier persona que adquiriera una participación en un proyecto tendrá legitimidad por activa para demandar al promotor por falsedades u omisiones en la información entregada⁴⁴.
- e. El monto máximo bajo el cual se puede emitir participaciones en una compañía es de US\$1.070.000. El monto máximo a invertir es la suma mayor entre US\$2.200 o entre el 5-10% del ingreso anual o valor neto⁴⁵.

Frente a todo lo anterior, el modelo norteamericano decidió generar mayor impacto regulatorio en el *Crowdfunding* de equity, pues tiene estándares más altos que implican la negociación de valores en un mercado público.

2.1.2. España

La normativa orientada al *Crowdfunding* en España surgió como respuesta a varias necesidades. En primer lugar, la creciente preocupación de las autoridades de proteger a los inversionistas de potenciales riesgos de insolvencia de los nuevos emprendimientos, así como del riesgo de iliquidez en títulos de participación no negociables y el riesgo de fraude en las

⁴³ *Ibíd.*

⁴⁴ *Ibíd.* Section 303.

⁴⁵ ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. COMISION DE BOLSA Y VALORES (Securities Exchange Commission). *Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers* [en línea]. Consultado el día 23 de agosto de 2017. Disponible en Internet: <https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm>

plataformas tecnológicas debido a su novedad⁴⁶. Por otro lado, para los mercados financiero y de valores era inequitativo que existieran plataformas que crecieran y compitieran en dichos mercados aprovechando vacíos legales⁴⁷.

La denominada Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, promulgada el 27 de abril de 2015, plantea una categoría única de entidad, denominada plataforma de financiación participativa (PFP). Esta denominación comprende a aquellas entidades que se dedican profesionalmente a poner en contacto a inversionistas con quienes demandan recursos para destinarlos a proyectos, denominados promotores, en dos modalidades: (i) préstamos y (ii) emisión de valores⁴⁸. Como lo indica Zunzunegui, la indefinición en la modalidad de financiación hace que las PFP “[queden] configuradas en Derecho español como intermediarios financieros plurifuncionales”, que además son supervisadas, según sus actividades, por el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, complejizando la tarea de supervisión⁴⁹. Cabe destacar que de la anterior definición se excluyen expresamente las plataformas que destinan la financiación captada a donaciones, venta de bienes y servicios y préstamos sin intereses⁵⁰.

La norma incorpora una definición novedosa, que consiste en definir los requisitos mínimos de lo que se considera un proyecto de financiación participativa⁵¹:

⁴⁶ ZUNZUNEGUI, Fernando. Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding). Revista de Derecho del Mercado Financiero. Working Paper 3/2015. Junio de 2015. p. 3.

⁴⁷ *Ibíd.* p. 4.

⁴⁸ *Ibíd.* p. 20.

⁴⁹ *Ibíd.* p. 9.

⁵⁰ ESPAÑA. MINISTERIO DE LA PRESIDENCIA Y PARA LAS ADMINISTRACIONES TERRITORIALES. *Ley 05 de 2015. Ley de Fomento de Financiación Empresarial [en línea]*. Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado, 28 de abril de 2015 [Consultado el 25 de agosto de 2017]. Art. 46. Disponible en Internet: https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2015-4607

⁵¹ *Ibíd.* Art. 48.

- a) Estar dirigidos a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que, profesionalmente o no, esperan obtener una utilidad.
- b) Realizarse por personas físicas o jurídicas que soliciten la financiación en nombre propio.
- c) Destinar la financiación obtenida de manera exclusiva a un proyecto del promotor de tipo empresarial, educativo o de consumo sin que en ningún caso éste pueda consistir en financiación a terceros, inversiones de capital o en instituciones de inversión colectiva.

La norma establece que las plataformas de financiación participativa estarán sujetas a la jurisdicción española cuando ejerzan la actividad en territorio nacional al publicitar o dirigir los servicios, aunque para ello no cuenten con un domicilio social en el país o en algún Estado de la Unión Europea⁵². La norma no es clara en cuanto a si las plataformas con domicilio en el extranjero deberán contar con una sucursal o filial en España, partiendo de que a las plataformas locales sí se les exige contar con un domicilio social allí⁵³. Los requisitos para poder operar como plataforma son idénticos a aquellos que contempla el proyecto de norma mexicano, con la diferencia de que los requisitos de capital en la norma española establece un valor mínimo de sesenta mil euros en efectivo o de una póliza de seguro que ofrezca cobertura hasta por cuatrocientos mil euros en reclamaciones. En ambos casos, el valor se incrementará en función del valor de la financiación obtenida en el ejercicio social inmediatamente anterior⁵⁴.

⁵² *Ibíd.* Arts. 47 y 55.

⁵³ ZUNZUNEGUI. *Óp. Cit.* P. 12.

⁵⁴ *Ibíd.* Art. 56.

Como se verá a continuación, esta norma es aún más restrictiva que la propuesta mexicana, al establecer que las plataformas, de manera general, tienen una prohibición expresa para realizar actividades propias de las entidades de crédito como lo son la captación y la colocación, así como para ejercer actividades propias de las entidades de servicios de pago⁵⁵. La norma española incorpora restricciones para los promotores, como lo es la imposibilidad de que un promotor publique en la plataforma más de un proyecto, así como también la imposibilidad de que el importe máximo de captación supere, tratándose de inversionistas no calificados, dos millones de euros.

2.1.3. México

En México operan alrededor de 238 organizaciones dedicadas en forma exclusiva al desarrollo de tecnologías financieras⁵⁶, que además, en la actualidad, están iniciando procesos de regionalización⁵⁷. Es importante anotar que muchas de estas compañías, ante las exigencias de diferenciarse en el mercado, han adoptado medidas propias de la regulación de las entidades financieras⁵⁸. Actualmente está en curso un proyecto de ley, en el cual han participado varios agentes del mercado de *Crowdfunding* y se espera que sea presentado al legislativo en septiembre⁵⁹. De acuerdo con el World Economic Forum, la existencia de la

⁵⁵ *Ibíd.* Art. 52.

⁵⁶ JUÁREZ, Edgar. *Ley Fintech sí será presentada al Congreso en septiembre*. El Economista (México). Consultado el 27 de agosto de 2017. Disponible en: <http://eleconomista.com.mx/sistema-financiero/2017/08/09/ley-fintech-sera-presentada-congreso-septiembre>.

⁵⁷ NAVA, Diana y SÁNCHEZ, Axel. *Fintech mexicanas se preparan para llegar a Europa y Medio Oriente* [en línea]. El Financiero (México), 28 de mayo de 2017 [Consultado el 27 de junio de 2017]. Disponible en: <http://www.elfinanciero.com.mx/empresas/fintech-mexicanas-se-preparan-para-llegar-a-europa-y-medio-oriente.html>

⁵⁸ LEYVA, Jeannette. *Fintech buscan combatir el 'lavado' de dinero* [en línea]. El Financiero (México), 3 de julio de 2017 [Consultado el 27 de agosto de 2017]. Disponible en Internet: <http://www.elfinanciero.com.mx/empresas/fintech-buscan-combatir-lavado-de-dinero.html>

⁵⁹ JUÁREZ, Edgar. *Óp. Cit.*

iniciativa “[...]trae certidumbre al ecosistema y permite separar a las empresas *fintech* que son serias de las que no lo son, o apenas son una idea guajira de tantas que hay. Esto la hace una ley de avanzada a nivel latinoamericano.”⁶⁰

Esta Ley incorpora en el centro del ámbito de aplicación a las Instituciones de Tecnología Financiera (ITF) que operen en el territorio nacional, que comprende tres tipos de entidades: (i) instituciones de financiamiento colectivo; (ii) las instituciones de fondos de pago electrónico; y (iii) las instituciones de administración de activos virtuales. Estos tres tipos son el eje de la legislación y serán el identificativo obligatorio de las entidades. Las ITF deberán tener una autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), la autoridad supervisora de las mismas, para poder operar en tal calidad en el país. Dicha autorización estará condicionada, entre otros, a los siguientes requisitos:

- a. Cumplir con los requisitos de capital mínimo que se determine para cada tipo de entidad.
- b. Contar con una sociedad debidamente constituida en el Registro Público de Comercio de México con domicilio en territorio nacional y con al menos con un representante inscrito ante los organismos de supervisión y control mexicanos.
- c. Contar con políticas de conocimiento de los clientes (*know your customer* o KYC), control de riesgos operativos y seguridad informática, así como también fraudes, lavado de activos y financiación del terrorismo.

⁶⁰ ARREOLA-ROSALES, Javier. *Ley Fintech en México: ¿Cómo vamos?* [en línea]. World Economic Forum, mayo de 2017 [Consultado el 28 de agosto de 2017]. Disponible en Internet: <https://www.weforum.org/es/agenda/2017/05/ley-fintech-en-mexico-como-vamos/>

- d. Contar con políticas y contratos de adhesión que estén alineados con las normas de protección a los consumidores financieros.

Adicionalmente, en el desarrollo de sus operaciones, las entidades deberán informar al público que “Ni el Gobierno Federal ni las entidades de la administración pública paraestatal podrán responsabilizarse o garantizar los recursos de los Clientes, así como tampoco asumir responsabilidad alguna por las obligaciones contraídas en virtud de las Operaciones”⁶¹.

- a. Las entidades de financiamiento colectivo

Se definen como aquellas que se dedican a poner en contacto a inversionistas –aportantes de recursos- y solicitantes –receptores de recursos- mediante cualquier medio de comunicación electrónica o digital, en cualquiera de las siguientes modalidades⁶²:

- i. De deuda: Aquella en la cual los inversionistas entregan recursos que generan un pasivo directo o contingente a los solicitantes.
- ii. De capital: En la cual los inversionistas entregan recursos y con ello adquieren títulos representativos de capital social de los solicitantes, bajo el supuesto de que sean personas jurídicas.
- iii. De copropiedad y regalías: Los inversionistas celebran asociaciones con los solicitantes, bajo las cuales los primeros adquieren una participación en un bien

⁶¹ FINTECH MÉXICO. *Anteproyecto de Ley de Tecnología Financiera* [en línea]. Consultado el 1º de septiembre de 2017. Disponible en Internet: <https://www.fintechmexico.org/s/Anteproyecto-de-Ley-de-Tecnologia-Financiera-khtz.pdf>

⁶² *Ibíd.* Arts. 12 y 14.

presente o futuro, o en utilidades, regalías o incluso pérdidas que sean producto del proyecto del solicitante.

En este capítulo del proyecto se pretende imponer obligaciones a las entidades de financiamiento colectivo que combinan disposiciones del mercado de valores pero también de las entidades bancarias, como por ejemplo:

- Analizar e indicar a los potenciales inversionistas cuál es el nivel de riesgo asociado a los proyectos.
- Obtener de sus clientes la constancia de que conocen los riesgos asociados a su inversión.
- Ser usuarias de una sociedad de información crediticia, mediante la cual se pueda reportar la información de los solicitantes de financiamiento.
- Tener objeto social restringido a las actividades expresamente autorizadas en la norma.
- Poner a disposición de los inversionistas la información sobre el comportamiento de pago del solicitante, de su desempeño y de cualquier otra información relevante frente a su inversión.

b. Las instituciones de fondos de pago electrónico

Bajo el proyecto de norma, estas entidades serán aquellas que emitan, administren, rediman y transmitan fondos de pago electrónico de manera habitual y profesional mediante plataformas tecnológicas⁶³.

⁶³ Ibíd. Art. 21.

Dentro de las reglas aplicables a estas entidades se destacan tres particularidades: (i) se permite que las instituciones de pago electrónico operen con divisas, pero también con lo que la norma denomina “activos virtuales”, que no son otra cosa que monedas digitales; (ii) las entidades estarán sujetas a la supervisión de la CNBV y del Banco de México (banco central) en cuanto a las operaciones a realizar y a la aptitud de los activos virtuales con los que se trance en dichas operaciones⁶⁴.

A diferencia de las entidades de financiamiento colectivo, estas instituciones no tendrán obligaciones adicionales a aquellas que se impongan a las ITF. Por oposición, estas entidades tienen amplias restricciones para: (i) realizar actividades de colocación con cargo a los fondos recibidos de sus clientes, así como cobrar intereses o comisiones por ello; y (ii) pagar intereses o cualquier tipo de beneficio monetario por cualquier saldo que la entidad acumule y que sea propiedad de sus clientes, ni considerar dicho saldo como depósito bancario⁶⁵.

c. Las instituciones de administración de activos virtuales

Estas entidades estarán a cargo de la intermediación, compra, venta y en general la enajenación de activos virtuales. La norma define los activos virtuales como “unidad digital cuyo uso por el público sea similar a aquel que corresponda a la moneda de curso legal”⁶⁶, lo anterior según las directrices que determine la banca central. De acuerdo con el proyecto, se le entregaría a la banca central la atribución de definir las condiciones de las operaciones, así como los requisitos específicos que deban cumplir este tipo de instituciones⁶⁷.

⁶⁴ Ibíd. Art. 24.

⁶⁵ Ibíd. Art. 26 y 28.

⁶⁶ Ibíd. Art. 31.

⁶⁷ Ibíd. Art. 36.

No obstante lo anterior, sí se le exigirá a las entidades que informen a sus clientes que: (i) el activo virtual no es una moneda de curso legal y no está respaldada por el Gobierno Federal Mexicano; (ii) el activo virtual es volátil; (iii) es imposible revertir las operaciones ejecutadas; (iv) existen riesgos de fraude y tecnológicos asociados a las operaciones. A los anteriores requisitos se podrán adicionar otros que el banco central estime relevantes para el conocimiento de los clientes⁶⁸.

2.2. ANÁLISIS DE LA REGULACIÓN ACTUAL DE LOS PAÍSES COMPARADOS

Dentro del presente capítulo se van a recopilar los principales aprendizajes que trajo consigo la regulación en EEUU, España y México. Esto para aprovechar la ventaja regulatoria que han tenido otros países y lograr una propuesta normativa acertiva para el caso colombiano.

- a. La regulación como opción adecuada. Lo primero es que la implementación de una regulación para el *Crowdfunding* fue tomada como acertada y adecuada por parte de EEUU y España.

La calificación positiva de regular el *Crowdfunding* no sólo se da por el incremento de sus cifras, sino porque ha facilitado el acceso a pequeñas y medianas empresas a fuentes de financiación alternativas con tasas menores y procesos más ágiles que la banca tradicional. Así mismo, ha resultado adecuado tener un proceso de registro de las plataformas ante las autoridades de control y vigilancia como el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la *Securities and Exchange Commission*. Sin perjuicio de lo anterior, en España se exige que para mayor claridad

⁶⁸ *Ibíd.* Art. 38.

normativa, debido a que es adecuado que se separen los requisitos de creación, funcionamiento, obligaciones y derechos de cada uno de los tipos de *Crowdfunding*, lo cual, puede dar mayor tranquilidad a quienes accedan a estas plataformas.

- b. Límites en los aportes. Tanto en la regulación de EEUU como de España existen límites para la realización de operaciones a través de las plataformas. Este hecho se ve como una restricción y obstáculo, ya que, a la fecha no hay un mercado suficientemente grande para que a partir de pequeños aportes se logren objetivos de proyectos de alto volumen. Además, condiciona la diversificación del portafolio de un aportante o inversionista. También excluye a los ángeles inversionistas que están en busca de dar altos aportes en los proyectos.

Por todo lo anterior, debe existir una regulación que comprenda la realidad económica del modelo de negocio, y evite generar restricciones, pues, carece de sentido imponer unas condiciones que son absolutamente ineficientes para los promotores que buscan esta forma de financiamiento.

- c. Inversionistas y promotores por fuera de jurisdicción. En las operaciones de *Crowdfunding* la participación de aportantes y promotores que están por fuera de la jurisdicción donde se va a desarrollar el proyecto, o donde se encuentra la plataforma, es frecuente, razón por la cual hay vacíos en la regulación, no dejando claro el ámbito de aplicación territorial de la norma.
- d. Garantías en los préstamos. No hay claridad en la norma para que las plataformas de *Crowdlending* puedan ser autorizadas para actuar en nombre de los aportantes para la protección de sus derechos crediticios frente a los promotores.

CAPÍTULO III LA REGULACIÓN COMO MECANISMO DE INTERVENCIÓN EN EL MERCADO

Como se explicó previamente, el mercado de crédito en Colombia presenta limitaciones regulatorias para nuevas alternativas de financiamiento generando dificultades en el acceso y acercamiento a los agentes superavitarios y deficitarios de liquidez, razón por la cual, impacta el desarrollo eficiente del mismo y la obtención de precios eficientes. Por tanto, un acceso a mercado con mejores precios favorecerá la competitividad en el mercado y beneficiará a todos los agentes.

Así mismo, se ha advertido que el *Crowdfunding* es una actividad que puede llegar a asimilarse a determinados negocios jurídicos, pero en su esencia el ordenamiento jurídico colombiano no ha regulado ni establecido parámetros para la constitución y funcionamiento de plataformas digitales y reglas para los agentes que pretenden realizar operaciones de financiamiento colectivo, como ya lo han hecho varios países. También se aclaró que la realización de operaciones de financiamiento colectivo por fuera de la regulación actual genera contravenciones y tipificación de conductas de índole administrativa y penal, como lo es la captación masiva de dineros o administración de recursos de terceros.

Lo anterior trae implícita la existencia de fallas de mercado sistémico y de asimetría en la información, que deben valorarse en pro de un mercado eficiente. Tales fallas de mercado se traducen en la dificultad de acceso al mercado de crédito, desfavoreciendo la inclusión

financiera⁶⁹, generación de riesgos y fraude para los agentes económicos. Esto impactaría en la dinámica de la economía y puesta en riesgo de los ahorros del público, aspecto que es de interés público. Igualmente, genera disrupciones con las normas que regulan la actividad financiera que afectan la igualdad. Las fallas de mercado se abordarán más adelante, en el presente documento.

Tomando en cuenta lo anterior, en este capítulo se revisarán los fines y objetivos de la actividad regulatoria. Así mismo, se analizarán los criterios para determinar el momento en el que debe existir intervención mediante regulación, tomando para ello el test del profesor Daniel Spulber como referencia.

3.1. CONCEPTO DE REGULACIÓN.

En la medida que existan asimetrías en la información, los mercados casi nunca se pueden calificar como eficientes. Esta concepción ha venido cambiando en el tiempo, toda vez que tiempo atrás se presumía una eficiencia en los mismos, como fue planteado por Adam Smith con la teoría de la “mano invisible”, caso en el cual la necesidad de intervención del Estado se debía dar en circunstancias excepcionales (casos de monopolio y contaminación)⁷⁰. Bajo el concepto moderno, la necesidad de intervención se presenta cuando son identificadas las fallas de mercado.

⁶⁹ ASOBANCARIA. *Crowdfunding: nueva herramienta para la inclusión financiera*. Vicepresidencia técnica, edición 1104, 28 de agosto de 2017 [Consultado en línea el día 2 de noviembre de 2017]. Disponible en Internet: <http://www.asobancaria.com/2017/08/28/edicion-1104-crowdfunding-nueva-herramienta-para-la-inclusion-financiera/>

⁷⁰ STIGLITZ, Joseph E. *Regulación y Fallas* [en línea]. Revista de Economía Institucional, Vol. 12, No. 23, segundo semestre de 2010 [Consultado en línea el 14 de noviembre de 2016]. Disponible en Internet: <https://www.economiainstitutional.com/pdf/No23/jstiglitz23.pdf>

En este nuevo rol del Estado se plantea la forma más apropiada para la intervención en el mercado, ya que el cambio de alguna variable puede llevar a generar inequidades y desviarse del óptimo social. Por tal razón, el Estado puede tener intervenciones más directas que otras, como lo sería en la regulación sobre precios, derechos de propiedad o impactando las decisiones de los agentes en su oferta y demanda. Es por ello que la justa medida que permite identificar la forma más adecuada de intervención se da con las técnicas de regulación económica.

De acuerdo con el tratadista Daniel Spulber, la regulación económica se puede definir como: “general rules or specific actions imposed by administrative agencies that interfere directly with the market allocation mechanism or indirectly by altering consumer and firm demand and supply decisions”⁷¹. De esta forma, le da relevancia al estudio de los mercados limitados por acciones de las agencias administrativas (regulador o estado) y la adecuación de normas legales. Así mismo, este autor indica que sumado a lo anterior es fundamental tener en cuenta el proceso regulatorio, el cual se define como un juego conformado por los consumidores y oferentes en un mercado regulado, sus preferencias, estrategias y conjunto de reglas⁷². Para el tratadista George Stigler, la regulación económica se encarga de distribuir los beneficios y cargas mediante la imposición de normas en el mercado, así: “The central tasks of the theory of economic regulation are to explain who will receive the benefits or burdens of regulation, what form regulation will take, and the effects of regulation upon the allocation

⁷¹ Trad. por Felipe Arias: reglas generales o acciones específicas impuestas por las agencias administrativas que interfieren directamente con el mecanismo de asignación de mercado o indirectamente al alterar las decisiones de la demanda y el suministro de los consumidores y las empresas. En: SPULBER, Daniel F. *Regulation and Markets*. Primera edición. Boston (MA), EE.UU.: MIT Press, 1989.

⁷² *Ibíd.*

of resources”⁷³. Por su parte, Richard Posner considera revaluada la consideración clásica de la regulación, en la medida que considera como no probable empíricamente que siempre la regulación esté al servicio de grupos de interés mediante el uso de políticas, sino que la teoría económica debe tener en consideración la incidencia de los intereses y comportamientos propios de los agentes racionales.⁷⁴ Se podría inferir que de conformidad con las anteriores definiciones, la regulación abarca un ámbito netamente institucional, sobre las normas que regulan un mercado, y otro comportamental que tiene en cuenta las actuaciones de los agentes.

De esta forma, se tiene que la regulación económica es válida para que el agente administrativo pueda intervenir en las actuaciones y comportamiento de los agentes en un mercado, con la finalidad de evitar o reducir las fallas de mercado. El anterior fin debe conseguir la eficiencia en los mercados, caso en el cual existirá maximización de los beneficios de los agentes (generará mejoras en la restricción presupuestal de los consumidores y mayores utilidades para los oferentes).

El bienestar y óptimo social se logra en la medida que exista una eficiencia en términos de Pareto, cuando el agente administrativo o regulador es capaz de identificar las fallas de mercado. En el presente trabajo existen dos fallas de mercado que hacen que no se logre la

⁷³ Trad. por Felipe Arias: las tareas centrales de la teoría de la regulación económica son explicar quién recibirá los beneficios o las cargas de la regulación, qué forma adoptará la regulación y los efectos de la regulación sobre la asignación de recursos. En: STIGLER, George J. *The Theory of Economic Regulation* [en línea]. Volumen 2, Primer ejemplar. The Bell Journal of Economics and Management Science, 1973 [Consultado el día 14 de Julio de 2016]. Disponible en Internet: <http://www.rasmusen.org/zg604/readings/Stigler.1971.pdf>

⁷⁴ POSNER, Richard. *Theories of economic regulation* [en línea]. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 41, mayo de 1974 [Consultado en línea el 19 de Julio de 2016]. Disponible en Internet: <http://www.nber.org/papers/w0041>

eficiencia y que requiera intervención regulatoria por parte del regulador. Una se trata de la información asimétrica y la otra falla de mercado sistémica.

En el caso de información asimétrica, se presenta cuando uno de los agentes en el mercado tiene mayor información que el otro sobre el bien o servicio que están prestando, lo cual puede llevar a que existan incentivos a los agentes para la realización de actuaciones que traigan consigo altos costos de transacción, en la medida que el mercado no es transparente y no brinda total información. En el caso del *Crowdfunding* de préstamo, los prestamistas pueden no tener suficiente información del perfil de riesgo asociado al proyecto que generará los flujos de caja para el pago por parte de los prestatarios. Así mismo, los prestamistas que deciden participar de una operación de crédito pueden no tener los conocimientos necesarios asociados a las condiciones financieras y garantías, lo cual puede generarles riesgos crediticios.

Los anteriores hechos descritos ocasionan circunstancias de ineficiencia, ya que no se logra la maximización de beneficios para los agentes en la transacción y, por el contrario, se afecta la asignación eficiente de recursos que se produce al tener distorsiones en la información. En este punto de la asimetría en la información, se destacan dos componentes importantes: (i) selección adversa y (ii) riesgo moral.

La selección adversa se presenta cuando “un individuo sabe más acerca de un bien que el resto de los individuos. La información privada provoca que los compradores esperen que los objetos que les ofrecen tengan algún fallo oculto, por lo que los precios de venta acaban siendo bajos y los mejores productos son expulsados del mercado”⁷⁵.

⁷⁵ KRUGMAN Paul y WELLS, Robin. *Microeconomía*. Tercera edición. Barcelona, España: Editorial Reverté, 2012.

En el caso del *Crowdfunding* existe selección adversa en la medida que el prestamista no pueda tener acceso inmediato a las condiciones financieras y jurídicas del prestatario. Esta falla es superable en la medida que por medio de la regulación, el ente de supervisión y control solicite reporte obligatorio de las condiciones de la transacción a los operadores de las plataformas digitales, o ejercer cierto tipo de control periódico.

Por su lado, el riesgo moral se puede presentar cuando “un individuo tiene más información acerca de sus propias acciones que el resto de los individuos. Esto provoca que, en caso de que sea otra la persona que soporte los costes asociados a la falta de esfuerzo o responsabilidad, los incentivos a esforzarse o a ser responsables estén distorsionados”⁷⁶.

Este tipo de riesgo se presenta en nuestro caso cuando existe incertidumbre en relación con el grado de responsabilidad que puedan asumir las plataformas que identifican y calzan a los agentes deficitarios con los superavitarios de liquidez, pues, el mejor esfuerzo en conseguir clientes con mejores perfiles sólo se vería compensado en la medida que existan incentivos económicos para las plataformas y cargas en el caso de materialización de riesgos crediticios. Las anteriores circunstancias impactan claramente la eficiencia en el mercado, en el que puede existir agentes que tengan mayor información que otros, así como también agentes que, teniendo información privada acerca de su nivel de responsabilidad, distorsionan los incentivos del esfuerzo. Todo ello se traduce en costos de transacción que se ven reflejados al interior de los negocios celebrados.

Ahora bien, retomando la segunda falla de mercado relacionada con el riesgo sistémico, implica que una actuación de un agente generaría externalidades negativas, como lo sería en

⁷⁶ *Ibíd.*

el caso de la existencia de fraudes en las plataformas digitales de *Crowdfunding*, en las que las decisiones de sus administradores pongan en riesgo la información y las operaciones entre los agentes participantes. A su vez, el uso de recursos del público podría llegar a generar intervenciones posteriores de parte del Estado que pretendan salvaguardar los recursos del público, lo que genera incentivos de realización de conductas de alto riesgo por parte de los administradores de las plataformas digitales.

Teniendo en cuenta lo anterior, es importante aclarar que no todo tipo de regulación es adecuada y permite corregir eficientemente las fallas de mercado. Existen circunstancias bajo las cuales la regulación no sea eficaz y por ello, debe evaluarse la conveniencia de realizar una intervención en el mercado.

A continuación se analizarán las circunstancias en las cuales la intervención en un mercado mediante la regulación se puede llegar a presentar buscando el óptimo y bienestar social, mediante el uso del test de Daniel Spulber, con lo cual se puede determinar si las fallas de mercado en el caso del *Crowdfunding* son susceptibles de corrección.

3.2. TEST DE SPULBER.

Como se explicó previamente, no toda decisión de fijar un modelo regulatorio es una respuesta certera e inmediata a fallas existentes en un mercado y con ello pretender corregir su eficiencia. Para el profesor Stiglitz, la regulación en el sector financiero debe ser integral para evitar mayores riesgos sistémicos y con ello desincentivar actuaciones como el *shadow banking*. En sus palabras:

El incentivo para el arbitraje regulatorio también explica por qué la regulación debe ser integral: si hay un sistema bancario altamente regulado, habrá

incentivos para pasar a actividades de banca en un sistema bancario en la sombra, con riesgos sistémicos igualmente perturbadores. Los fuertes incentivos para la evasión y el arbitraje regulatorios, combinados con la posición intrínsecamente desventajosa de los reguladores, también explican por qué la regulación se debe ocupar a la vez de los productos e instituciones y del conjunto del sistema financiero y económico.⁷⁷

Lo anterior explica la necesidad de focalizarse adecuadamente en revisar el sistema financiero como un órgano complejo, y no sólo enfocarse en aspectos particulares.

Sin perjuicio de lo anterior, el test de Spulber⁷⁸ precisa los pasos que desde el punto de vista económico deberían tenerse en cuenta para concluir si determinado mercado es objeto de regulación:

- a. Determinar la existencia de una falla de mercado: En este primer paso es fundamental ser explícito en la identificación de las fallas del mercado, en las que se considera que no existen mercados completamente eficientes y que generan desbalance en el óptimo social.
- b. Analizar si la falla es susceptible de corrección mediante una medida regulatoria: En este paso se busca la implementación de un mecanismo de intervención para superar la falla de mercado identificada en el paso anterior.

⁷⁷ STIGLITZ. Op. Cit., p. 13-28.

⁷⁸ *Ibíd.*

- c. Revisar si los beneficios de regular son mayores a los costos: En este último paso, se evalúa si los beneficios de la intervención mediante regulación son mayores a los costos asociados a su implementación en el mercado que se quiere corregir.

Revisados y superados los tres pasos descritos anteriormente, se determina la conveniencia o no de realizar una intervención regulatoria, desde el punto de vista económico. De esta forma, el regulador debe, a través de las herramientas regulatorias, valorar la falla y verificar la existencia de condiciones que impidan la puesta en marcha de la intervención.

Teniendo claro que el test de Spulber se propone como una forma a través de la cual se puede llegar a intervenir un mercado en búsqueda de la eficiencia, es importante verificar si en el caso del *Crowdfunding* de crédito se cumplen los tres supuestos, los cuales se abordarán en el siguiente capítulo.

CAPÍTULO IV LA REGULACIÓN COMO MEDIO PARA RESOLVER LA FALLA DEL MERCADO EN EL CASO DEL CROWFUNDING DE PRÉSTAMO

4.1.NECESIDAD DE REGULACIÓN

Tal como se indicó en el capítulo anterior, los mercados por sí mismos no son totalmente eficientes, lo cual se debe a la existencia de fallas de mercados presentadas desde el punto de vista institucional y comportamental, que inciden la toma de decisiones de los agentes en el mercado. Adicionalmente, se indicó que no siempre se debe tomar la decisión de intervenir un mercado mediante regulación para la superación de fallas, sino que por el contrario, el estudio debía realizarse evaluando en su conjunto el mercado. Es así como se propuso que

mediante el test de Spulber se sigan los tres principales criterios para determinar si se debe o no intervenir un mercado.

Aclarado lo anterior, en la primera parte de este capítulo se abordarán cada uno de los pasos del test del Spulber para determinar con criterio la necesidad de intervención mediante regulación.

a. Determinar la existencia de una falla de mercado.

Como se aclaró previamente, es fundamental determinar con claridad la existencia de la falla de mercado. Para estos efectos y en línea con lo que se ha venido desarrollando a lo largo del documento, se considera que existen dos fallas de mercado: las fallas de mercado sistémico y las de asimetría en la información.

i. Fallas de mercado sistémico.

Este tipo de fallas se presentan cuando se ve afectada la solidez y seguridad del sistema financiero, ya que, una decisión o actuación en relación con las transacciones económicas puede generar impactos para terceros que no intervienen en el negocio. Dicho de otra forma, de forma sistemática una institución importante quiebra generando impactos grandes en la economía⁷⁹. Por tal motivo, se deben buscar soluciones en la intervención regulatoria para que la realización de determinadas acciones por las instituciones no aumente exponencialmente las externalidades negativas⁸⁰.

⁷⁹ STIGLITZ. Op. Cit., p. 13-28.

⁸⁰ En palabras de Stiglitz los efectos regulatorios en el sector financiero: (...)”Cuando estos tomaron sus decisiones (p. ej., sobre prácticas de préstamo) no tuvieron en cuenta las consecuencias sistémicas de sus acciones. Nunca preguntaron: si nuestros préstamos salen mal, ¿qué le ocurriría a toda la economía? Sólo veían sus balances contables. Pero mirando más adentro del sector financiero, vemos un conjunto adicional de problemas: los incentivos de quienes tomaban decisiones de préstamo no estaban alineados ni siquiera con los intereses de sus accionistas. El sistema de bonificaciones existente les permitía co- sechar grandes recompensas cuando las cosas iban bien y evadir las consecuencias cuando las cosas salían mal. Estas estructuras de

En el caso de las operaciones de *Crowdfunding* de préstamo desarrolladas por plataformas digitales, preocupa el hecho que sus acciones frente a los recursos del público no tengan en cuenta las consecuencias sistémicas de posibles actuaciones, como el desconocimiento y valoración de perfiles de riesgo para los prestatarios y prestamistas. Debido al riesgo de quiebra de las instituciones grandes, los gobiernos propenden por su rescate para evitar crisis mayores, razón por la que pueden existir incentivos en el comportamiento de las plataformas de *Crowdfunding* para la toma excesiva de riesgos. Igualmente, los fraudes cibernéticos que pueden ocurrir con las plataformas de *Crowdfunding* pueden poner en riesgo la información de los usuarios y las transacciones que se llevan a cabo.

Lo mismo ocurriría al no existir una norma que obligara a las plataformas a realizar la implementación de estándares, controles y prácticas adecuadas para prevenir el lavado de activos, financiamiento de terrorismo y actos de corrupción, que son hechos que pueden ver afectado a un sistema y que para la plataforma son vitales para generar desincentivos para la toma de decisiones de riesgo.

Este tipo de falla de mercado ya se ha generado en el mundo en diferentes oportunidades. Dentro de los casos de fraude más sonados se encuentra el del *Crowdfunding* de Kreyos⁸¹, un proyecto que prometía realizar un reloj inteligente con control de voz, gestos, a prueba de agua y con una larga duración de batería. El proyecto se lanzó a través de la plataforma

incentivos alentaron un comportamiento estrecho de miras y excesivamente riesgoso. Ni siquiera los accionistas de los bancos eran bien servidos.” STIGLITZ, Joseph E.. Regulación y Fallas. Revista de Economía Institucional, Vol. 12, No. 23. 2010. P. 13-28. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1724769>

⁸¹ NEWMAN, Jared. *Kreyos Smartwatch: We're not a scam, just a trainwreck* [en línea]. PC World, 16 de septiembre de 2014 [Consultado en línea el 18 de diciembre de 2017]. Disponible en Internet: <https://www.pcworld.com/article/2683138/kreyos-smartwatch-were-not-a-scam-just-a-trainwreck.html>

Indiegogo en el 2013 y superó la meta de recaudo de 100.000 dólares, alcanzando un millón y medio de dólares. Finalmente, muchos de los aportantes de los recursos para la realización del *Crowdfunding* no recibieron el reloj y aquellos que lo recibieron tuvieron que sufrir con los problemas de calidad del mismo, pues a parte de que no cumplía con las especificaciones técnicas que se promocionaron, las que si estaban en servicio dejaron de funcionar a las pocas horas de uso. Dentro de la información que se ha conocido del caso, se destaca la falta de experiencia de los promotores del proyecto, la facilidad con la que se promocionan los proyectos y la publicidad engañosa con la que se realiza el lanzamiento de los proyectos a través de las plataformas digitales. Así mismo, es una prueba que no existe algún tipo de control, supervisión por parte de la plataforma o de algún organismo que pueda prevenir escenarios de fraude a los aportantes. En este evento, la totalidad de aportates perdieron los recursos.

Así mismo, en Latinoamérica se presentó un caso de fraude realizado por el proyecto de Foodies, un emprendimiento mexicano mediante el cual se ofrecía un porcentaje de participación en el capital social de la compañía a cambio del aporte. En este proyecto se dobló la suma esperada por parte de 189 participantes. La plataforma a través de la cual se promovió el proyecto, no tenía por objeto fondear en equity, e inclusive tenían términos y condiciones que indicaban que sus ofertas no representaban una oferta pública de valores.

Posterior a la culminación del tiempo de recaudo, los aportantes nunca recibieron el derecho de participación prometido, y el creador del proyecto se desapareció sin responder por los recursos obtenidos, logrando un fraude mediante la plataforma de *Crowdfunding*. En este caso, Fondeadora, la plataforma de *Crowdfunding* decidió entablar una demanda penal contra

el creador del proyecto y decidió por voluntad propia reembolsar a los aportantes afectados que hicieran la respectiva solicitud.⁸²

De este caso se puede mostrar que antecedentes como el de Foodies, pueden generar escenarios propicios para la comisión de fraudes, mediante la creación de falsos proyectos en todas las modalidades de *Crowdfunding* que repercuten en todo el sistema financiero. Así mismo, a la fecha no existe en México un marco legal para quienes están invirtiendo, para las plataformas, ni para los promotores de los proyectos, lo que permite migrar a un escenario gris de actuación para los inversionistas y para las autoridades locales.

En opinión de Gerd Weissbach, Director para América Latina y el Caribe de la Fundación Alemana de Cajas de Ahorro para la Cooperación Internacional, y según lo publicado por Forbes, “las estafas y fraudes amenazan a todo el sistema financiero, no sólo a la comunidad de emprendedores”.⁸³ Así mismo, consideró que “a los bancos inclusive les interesa que haya confianza en estas plataformas porque juntos conforman un ecosistema que llegó para quedarse, no es una moda.”⁸⁴

Al ser el *Crowdfunding* un nuevo modelo que genera sinergias con el sector financiero y pretende acaparar los recursos del público, se hace latente la necesidad de contar con un marco regulatorio que contemple reglas claras para evitar que este tipo de modelos de negocio sirvan para defraudar, estafar al público, y generar un contagio en el sistema financiero. Igual necesidad recalca El Financiero de México, quienes recalcan la importancia

⁸² MENDOZA, Viridiana. Fondeadora: Capítulo Foodies y cómo mantener la confianza en el crowdfunding. Forbes, publicación de octubre 12 de 2016. Consultado [En línea] el 22 de diciembre de 2017. Disponible en internet: <https://www.forbes.com.mx/fondeadora-capitulo-foodies-mantener-la-confianza-crowdfunding/>

⁸³ Ibid.

⁸⁴ Ibid.

de implementar una regulación específica para las plataformas de Fintech, en donde estén las empresas de *Crowdfunding* para evitar que se realicen fraudes, robos de identidad y lavado de dineros y otro delitos⁸⁵.

Por todo lo anterior, es fundamental que en Colombia exista una regulación que permita fijar mecanismos para evitar escenarios de fraude, mediante controles, supervisión y que pueda dar garantía de los recursos que fueron aportados, ya que, de lo contrario podría presentarse incentivos de los proyectos que busquen captar recursos del público para defraudar. Así mismo, se recalca su relevancia en la medida que a nivel cuantitativo Colombia es el tercer país de América Latina con mayores emprendimientos de Fintech, contando con una participación del 11, 9%, según lo indicó el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Para el caso de las plataformas de financiamiento en América Latina, se canalizaron cerca de 110 millones de dólares en 2015, con un crecimiento anual del 130% desde el 2013.⁸⁶

Crowdfunding

- ii. Falla de mercado por asimetría en la información.

En los mercados donde existen ineficiencias, se pueden presentar fallas o distorsiones en la información. Estas se dan en circunstancias en la que una de las partes en una relación económica conoce información diferente del otro, como lo sería el tomador de una póliza de seguro que conoce mejor su salud que la compañía de seguros, o el propietario de una

⁸⁵ TORRES, Yuridia. *Urgen Concretar una regulación crowdfunding*. El Financiero, 17 de octubre de 2016 [Consultado el 23 de diciembre de 2017]. Disponible en Internet: <http://www.elfinanciero.com.mx/economia/urg-concretar-una-regulacion-en-crowdfunding.html>

⁸⁶ KETTERER, Juan Antonio. *Fintech, Innovaciones que no sabías que eran de América Latina y el Caribe*. Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 2017 [Consultado en línea el 20 de diciembre de 2017]. Disponible en Internet: <https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/8265/FINTECH-Innovaciones-que-no-sabias-que-eran-de-America-Latina-y-Caribe.pdf?sequence=2&isAllowed=y>

empresa que tiene un mejor conocimiento que un posible inversionista, o el prestatario que tiene mayor grado de conocimiento de los riesgos asociados a su proyecto que el prestamista, entre otros⁸⁷.

De esta forma, en las operaciones de *Crowdfunding* de crédito, el prestamista no tiene mayor acceso a la información jurídica y financiera del prestatario, de tal suerte que no existen garantías para el mismo cuando desarrolla negocios a través de las plataformas tecnológicas empleadas para hacer una operación de crédito y se desconoce toda información para poder valorar los riesgos crediticios asociados a la misma. De igual manera, el prestamista puede llegar a tener menor información de los riesgos asociados al proyecto que desarrollaría el prestatario. Así mismo, el uso de plataformas que adelanten las operaciones de *Crowdfunding* no permite tener información relevante para valorar los riesgos de conocimiento de contraparte, lavado de activos y financiación del terrorismo. Todo lo anterior, evidencia las dificultades para los agentes en el mercado y genera incentivos en el uso de la información para aumentar sus beneficios, lo que incide en los riesgos o prácticas riesgosas asociados a la operación.

Por las fallas evidenciadas anteriormente, no se logra la eficiencia en los mercados, hecho que se considera objeto de revisión por la regulación.

En el caso de fraude que se había presentado anteriormente de Foodies, se evidenciaba que:

(i) el promotor del proyecto pretendía desarrollar un emprendimiento que había duplicado el valor mínimo, (ii) el proyecto pretendía desarrollar una actividad que era contraria a la

⁸⁷ STIGLITZ, Joseph. *La información y el cambio en el paradigma de la ciencia económica* [en línea]. Revista Asturiana de Economía, No. 25, 2002 [Consultado el 5 de febrero de 2017]. P. 111. Disponible en Internet: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/2305220.pdf>

plataforma, lo cual era el ofrecimiento de derechos o participaciones en la empresa del proyecto, actividad que supuestamente se encontraba prohibida en los términos y condiciones de la plataforma. En este evento, se puede ver que la plataforma desconocía o desatendió la información completa del proyecto que había publicado, valoró inadecuadamente los riesgos del proyecto y del promotor, no supervisó si los proyectos cumplían términos y condiciones de operación y no informó adecuadamente a los 189 participantes de la falsedad desde un momento inicial. Producto de lo anterior se puede evidenciar que el promotor del proyecto tenía mayor información que cualquier otro agente, y que la plataforma teniendo información alguna no tiene incentivos para generar restricciones y planes preventivos para evitar fraudes, posiblemente por tener intereses en contra, ya que, sus intereses e incentivos están puestos en la búsqueda de mayores aportes, aun cuando los mismos puedan convertirse en estafas. Este tipo de incentivos tienen que generar contrapesos que el mismo mercado no estaría dispuesto a solucionar o equilibrar en su totalidad, ya que, el interés común general de las plataformas es la generación de mayores utilidades sin atender sobrecostos en controles, elaboración de planes contingentes, mejoramiento constante de tecnología, experticia en fraudes, equipos calificados en riesgos, equipos legales y en general un mayor equipo operativo que revise diferentes etapas de desarrollo de cada uno de los proyectos que son publicados, y entregue toda la información que debe tener un aportante para la toma de decisiones.

De la misma manera, un promotor que haciendo todo en regla, puede verse impactado negativamente al recibir recursos de aportantes que busquen lavar activos o el permitir entregar participaciones en un proyecto a aportantes que se encuentren en listas o programas

como OFAC, lo cual, podría poner en riesgo el capital del promotor. Esto mismo podría pasar para un aportante de un proyecto de financiamiento cuando reciba el capital y los intereses. Por lo anterior, la forma de corrección de la falla de mercado consistente en la asimetría en la información se propone mediante un marco regulatorio que vele por la transparencia, veracidad y simplicidad en la información que pueda dar cada uno de los agentes.

b. Analizar si la falla es susceptible de corrección mediante una medida regulatoria.

En este aspecto se enfoca en encontrar una solución posible para la intervención mediante regulación. Para el caso de las operaciones de *Crowdfunding* de préstamo al no existir una regulación específica, es fundamental que se establezcan y definan las reglas claras de juego en el mercado, las calidades de los agentes, la responsabilidad para cada una de las partes, las formas control y vigilancia por parte los entes. Por ello, se considera que lo principal es el establecimiento de un marco jurídico completo con el que se supere la falla de mercado.

En la medida que se establezcan las obligaciones para los agentes que operan las plataformas digitales en relación con su constitución, definición de criterios para el establecimiento de perfiles de riesgos, la publicación de información mínima al mercado sobre las partes en la operación, su situación jurídica y financiera, es posible reducir las brechas en las asimetrías de la información.

En el desarrollo de la operación de *Crowdfunding* existen tres sujetos que intervienen en la operación. El primero es el promotor del proyecto o el agente que tiene necesidades de liquidez y presenta el proyecto a través de las plataformas digitales. El interés en el acceso de la información de este sujeto en la relación, es atraer los recursos necesarios y tener un

debido conocimiento en materia de normas de cumplimiento⁸⁸. El segundo, es el aportante o prestamista, quien tiene excedentes de liquidez y busca proyectos para generar rentabilidad a sus recursos. El interés en el acceso de la información que tiene este sujeto es el perfil de riesgo crediticio que tiene el proyecto o el promotor del proyecto, ya que, de ello depende el pago del capital más los intereses, lo que se traduce en su utilidad económica. En un tercer lugar se encuentra el gestor de la plataforma, quien desempeña un rol multifacético, dependiendo de la estructura que se vaya a realizar. Es posible que actúe como un simple vehículo o prestador de servicios en el que ofrece un sistema electrónico a los diferentes agentes en el mercado bajo unas condiciones pactadas entre privados. Por otro lado, existe la posibilidad que los gestores de las plataformas actúen intermediando y tengan un rol mucho más activo, en el que se encarga de la captación de los fondos del proyecto de los prestamistas gestionan los aportes o garantizan la devolución de los recursos. Para este agente es clave el conocimiento adecuado de las partes, resolver conflictos de interés, valoración de los perfiles de riesgo y de los proyectos para brindar la información a prestamistas y prestatarios que genere confianza y seguridad. Es por esto que se les exige un grado más alto de exigencia a los gestores de las plataformas. Así mismo, los prestamistas van a necesitar información adecuada que genere confianza en la entrega de los recursos y en las garantías para su devolución.

Por su lado, la falla sistémica se presenta en la medida que puedan existir incentivos para los gestores de las plataformas a tomar decisiones que implique la flexibilización de los criterios para la calificación del perfil de riesgo del proyecto, con la finalidad de atraer mayores

⁸⁸ Reglas inherentes al lavado de activos o financiación del terrorismo, que permitan identificar el origen de recursos.

recursos y ejecutar la mayor cantidad de proyectos posibles para generar mayores comisiones y utilidades, tal como se identificó en los capítulos anteriores. En este caso, la indebida valoración de riesgo, genera externalidades negativas en la medida que el incumplimiento del prestatario en el crédito, puede generar pérdidas de los ahorros captados del público. De ocurrir tal situación, y en el mejor de los casos, las pérdidas pueden ser asumidas parcialmente por las plataformas quienes pueden quebrar poniendo en riesgo el resto de proyectos que gestionan o tienen a su cargo. En un escenario más ácido, la pérdida puede trasladarse directamente a los prestamistas, lo que pone en riesgo el ahorro del público, para lo cual se proponen mecanismos regulatorios en los que se determinen los criterios para la valoración de los perfiles de riesgo y la obligación de generar reportes periódicos de las operaciones a entes de control y vigilancia del sector financiero. Por todo lo anterior, se considera que debe existir un marco regulatorio que pretenda superar estas fallas de mercado expuestas.

Sin perjuicio de todo lo anterior, si bien es cierto que el *Crowdfunding* presenta unas fallas de mercado que le son inherentes, es muy importante tener en cuenta que una actividad como ésta no se debe sobre regular, ya que, el modelo de economías colaborativas está creciendo exponencialmente en el mundo y no puede desincentivar la participación de los aportantes, ni la de la plataformas digitales, ni los promotores de los proyectos. Tener una regulación estricta genera obstáculos para acceder y profundizar el mercado, genera exclusión financiera, implica asimetrías regulatorias para quienes si pueden cumplir y al final los capitales y emprendimientos colombianos se potencializarán mercados internacionales donde si hay flexibilidad regulatoria, lo cual no debe ocurrir.

Por lo anterior, en la presente tesis se propondrá una medida regulatoria que no genere altas barreras al desarrollo del *Crowdfunding*, sino que por el contrario, busque salvar las fallas de asimetría en la información y la de riesgo sistémico, sin que ello implique prohibir o desincentivar una actividad.

- c. Revisar si los beneficios de regular son mayores a los costos.

Cómo se advirtió, en este último paso, se pone en una balanza los beneficios de la regulación contra los costos de la implementación de la misma.

Para este caso es claro, que una de las premisas sobre la cual se aborda la necesidad de regular las operaciones mediante el *Crowdfunding* es la superación de un falla de mercado sistémica, en la que de no corregirse puede generar grandes impactos en la economía, superiores al costo de la implementación de una regulación clara. Lo anterior se vio de forma clara con los casos de Foodies y Kreyos, y el resto de eventos de fraude que han ocurrido en el *Crowdfunding*, donde la falta de regulación genera como resultado la pérdida de todos los recursos captados del público.

En palabras citadas por Forbes México del presidente de la Asociación de Plataformas de Fondeo Colectivo (Afico) de ese país, “tener una regulación para las empresas de Fintech hará que los costos de operación sean entre dos y 10 veces más altos, lo cual evitará prácticas ilícitas en la industria”⁸⁹. Por esto, se considera que aunque aumentarán los costos operativos de las plataformas, será lo más adecuado para prevenir fraudes y estafas.

⁸⁹ MENDOZA, Viridiana. *Ley Fintech subirá costos operativos de Crowdfunding hasta 10 veces* [en línea]. Forbes México, 11 de diciembre de 2017 [Consultado en línea el 06 de enero de 2018]. Disponible en Internet: <https://www.forbes.com.mx/ley-fintech-subira-costos-operativos-de-crowdfunding-hasta-10-veces>

La propuesta regulatoria que se pretende abordar busca superar adecuadamente las fallas en la información y el riesgo de mercado, sin que la misma sea un mecanismo para obstaculizar el desarrollo del *Crowdfunding*. Así mismo, también es conveniente revisar la forma en la que puede darse un aprovechamiento de sinergias entre las plataformas digitales (quienes conocen las transacciones de fondo y traen cierto grado de experticia en crowdfunding) y la banca tradicional (quienes son expertos en valoración de riesgos en proyectos de financiamiento, conocimiento de clientes, alto respaldo y confianza en el público al contar con estándares altos de relación de solvencia, patrimonio, calificaciones internacionales y vigilancia y control más estricto por partes de entes de control). Esto, sin que exista un desequilibrio, sino que por el contrario permitan un mejor desarrollo de este mercado.

Teniendo claro todo lo anterior, en nuestro criterio, el seguimiento del test de Spulber permitió concluir que es viable realizar una intervención mediante regulación en la que se busque atender dos fallas de mercado mediante reglas que permitan la información y transparencia en el mercado, y la búsqueda de un punto en el cual se de el adecuado aprovechamiento de sinergias entre la banca tradicional y las plataformas digitales, lo cual, concede mayor seguridad para el mercado y sus agentes en el desarrollo de operaciones de *Crowdfunding*.

4.2.CONSIDERACIONES RESPECTO DEL PROYECTO DE DECRETO DE LA ACTIVIDAD DE ADMINISTRACIÓN DE PLATAFORMAS ELECTRÓNICAS DE FINANCIACIÓN COLABORATIVA EN COLOMBIA.

La Unidad de Regulación Financiera expidió el 15 de noviembre de 2017 el proyecto de decreto de regulación de las actividades de administración de plataformas electrónicas de

financiación colaborativa. Este proyecto pretende modificar el actual decreto 2555 de 2010, incluyendo reglas relativas a la administración, el funcionamiento y la utilización de las plataformas electrónicas de financiación colaborativa. Esto quiere decir que el sujeto regulado serán aquellas personas que decidan administrar una plataforma electrónica.

Frente al proyecto si bien es un paso que se está dando para que la regulación avance, se sugiere que la misma tenga en cuenta los siguientes aspectos para permitir acomodarse a la realidad económica del *Crowdfunding* y se logren las principales preocupaciones (fallas de mercado) que se han abordado en la presente tesis. Como se ha establecido a lo largo del presente documento, una regulación rígida puede ser contraproducente para un modelo de negocio que crece a pasos agigantados a nivel global:

- a. No es cierto que el sujeto regulado sea únicamente la plataforma, pues, como se explicó, para superar las fallas de asimetría en la información, deberán incluirse reglas aplicables también a los promotores de los proyectos, para no trasladar y concentrar únicamente el riesgo a las plataformas. La excesiva regulación a las plataformas genera descincentivos para la aplicación del modelo de negocio que está en el mundo, razón por la cual, se considera pertinente que las cargas se distribuyan, cumpliendo los fines de asimetría en la información y protección de mercado.
- b. El proyecto está cayendo en una de las fallas de la regulación española y es ser altamente rigurosos y no dar categorías regulatorias a cada tipología de *Crowdfunding*, pretendiendo que todas las operaciones se comporten iguales, identificando al *Crowdfunding* de equity igual

al de préstamo. Como se advirtió previamente, cada uno deberá tener sus reglas de aplicación y funcionamiento. De lo contrario se generarían reglas para casos contrarios a la realidad económica del negocio y no entregaría claridad e información suficiente a todos los agentes.

En línea con lo anterior, Colombia Fintech⁹⁰ en un documento de análisis regulatorio del proyecto de *Crowdfunding* en Colombia, indico que “los modelos de financiamiento colectivo de préstamos y capital son distintos y deberían tener regulación específica separada”⁹¹. Así mismo, agrega que el proyecto de decreto de entrada se está quedando corto con los novedosos modelos de financiamiento colaborativo, como ocurre en el caso de gastos y activos. Este tipo de financiamiento se está desarrollando a nivel mundial y recae sobre la participación en títulos valores como facturas o certificados de propiedad raíz, los cuales quedarían por fuera de regulación, pues el proyecto sólo limita la realización de financiamiento colaborativo de valores representativos de deuda y de capital social.⁹²

⁹⁰ Colombia Fintech, es la asociación de empresas Fintech, creada en diciembre de 2016, con el fin común de crear un ecosistema dinámico para el desarrollo de los negocios Fintech en este país. Hoy cuenta con más de 60 empresas asociadas y afiliadas, y el respaldo de importantes entidades del sector financiero y el gobierno nacional. En solo un año se ha consolidado como el gremio representativo de la industria de tecnología e innovación financiera en Colombia y una de las comunidades Fintech más activas de América Latina. Revisado en: COLOMBIA FINTECH. Consultado el 29 de enero de 2018. Disponible en: www.colombiafintech.co

⁹¹ COLOMBIA FINTECH. *Manifiesto crowdfunding. Visión regulatoria del sector privado acerca de la financiación colaborativa en Colombia*, enero de 2018 [en línea]. Consultado el 15 de febrero de 2018. Disponible en Internet: <https://www.colombiafintech.co/post/colombia-fintech-ve-con-preocupacion-la-propuesta-para-regular-el-crowdfunding-en-el-pais>

⁹² *Ibíd.*, p. 9

Lo anterior, hace que la regulación tan estricta no permita que los nuevos esquemas vayan a la velocidad y realidad de los negocios en el mundo.

- c. El proyecto de decreto únicamente permite que el *Crowdfunding* de préstamo se realice mediante la emisión de valores, lo cual, es diferente a lo que ocurre en la práctica. Esto indica que no sería posible realizar un financiamiento colaborativo sin que previamente haya una inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores, tanto de los agentes como de los valores (deuda).

Lo anterior, es altamente especializado para una industria que no funciona de esta forma, y necesariamente incrementaría los costos de operación, volviendo pesada e ineficiente la realización de los proyectos. Igualmente, dejaría por fuera a todas las plataformas, ya que, hoy los proyectos se desarrollan de forma simple, o que de acomodarse limitarían el negocio en cuanto a costos y tiempos, debido a que los trámites de inscripción tanto de los agentes como de los valores requieren el cumplimiento de una alta documentación y tomarían tiempo en su aprobación, desvirtuando las ventajas actuales del *Crowdfunding* mediante plataformas digitales.

Para Colombia Fintech, “Obligar a que cada proyecto deba emitir valores, de acuerdo con las definiciones de la Ley 964 de 2005 representa una carga operativa desmesurada para los proyectos productivos y para aquellos que buscan financiamiento, quienes en la

mayoría de los casos acuden a estos mecanismos alternativos de financiación porque no cuentan con los recursos líquidos para continuar con su emprendimiento”⁹³.

Por todo lo anterior, para Colombia Fintech, sería recomendable considerar una figura de *sandbox* regulatorio para lograr una implementación normativa efectiva y acorde a la industria existente.⁹⁴

- d. El proyecto de decreto establece que la única forma en la que pueden operar las plataformas de financiamiento colaborativo, es mediante la creación de una sociedad anónima y adelantar los trámites de constitución de un establecimiento de crédito, lo cual no es aplicable a la realidad económica del negocio. Esto encarece la operación para las plataformas y se trasladaría a los agentes participantes. Esto genera un arbitraje regulatorio, que se traduce en que las plataformas se pueden adherir a esquemas más flexibles en otras partes del mundo y para los aportantes abrirse a mercados más flexibles y económicos. Esto desestimularía la realización de proyectos de *Crowdfunding* y con ello la fijación de una regulación ineficiente.

Así mismo, el proyecto normativo podría dar ventajas regulatorias a establecimientos de crédito que pretendan iniciar proyectos de *Crowdfunding*.

⁹³ *Ibíd.*, p. 10

⁹⁴ *Ibíd.*, p. 10

e. Restricción en la captación de recursos. El proyecto de decreto publicado prohíbe que las plataformas de financiamiento colaborativo puedan recibir recursos de forma directa de los aportantes, salvo que los recaudos se hagan a través de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Esto sin lugar a dudas, se cree que es una forma de evitar que las plataformas incurran en el tipo penal de captación habitual y masiva de recursos del público, o una técnica regulatoria para evitar un trámite legislativo con aprobación del Congreso de la República en el que se habilite a las plataformas a captar recursos del público, corriendo el riesgo de que fracase en el intento.

Sin embargo, esto desconoce la realidad económica de los negocios de *Crowdfunding*, y pretende limitar la libre competencia para dar ventajas competitivas a las entidades financieras vigiladas. Esto que ocasiona que las entidades financieras vean una oportunidad para ingresar en el negocio, lo que podría llegar a aumentar los costos y tiempos de las operaciones de *Crowdfunding*. Así mismo, pueden existir plataformas que vean desincentivos en la realización de los proyectos de financiamiento colaborativo.

Lo anterior genera un esquema regulatorio rígido, lo cual no está acorde con la operación de *Crowdfunding* en el resto del mundo. Lo que se propone es que el proyecto normativo habilite mecanismos como fondos de inversión o la realización de la captación de recursos

por las plataformas administradoras para que patrimonios autónomos que puedan recibir, gestionar los recursos captados del público, y segregar activos. Este tipo de figuras ya existen al día de hoy.

De entrada, el actual proyecto de decreto publicado por el gobierno busca implementar una alta regulación, con procedimientos de autorización y normas de vigilancia y control, lo que se justifica en la medida que las plataformas puedan captar recursos de forma directa. Dentro de este entorno digital y de inclusión financiera, se puede aprovechar la experiencia con la regulación impuesta a las Sociedades Especializadas en Depósitos y Pagos Electrónicos (“SEDPE”). .

- f. Garantías de los recursos aportados. El proyecto de decreto indica que los recursos que se inviertan por los aportantes no estarán garantizados por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras. Esto no termina de comprenderse, cuando a las plataformas se les exige el cumplimiento de requisitos de constitución de un establecimiento de crédito, aprobación de su constitución y su reglamento de funcionamiento por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, control, valoración, seguimiento a los proyectos realizados, generación de reportes e información, y los demás que disponga la Superintendencia Financiera de Colombia. Así mismo, no podrán captar ni colocar créditos de forma directa. Frente a esta alta regulación, no es eficiente que se impongan tantas cargas,

deberes, limitaciones para que el fin último de protección de ahorros del público no tenga algún tipo de respaldo.

Por el contrario, si el interés es velar por la protección de los recursos del público, en algunos países como Francia se ha propuesto la exigencia de pólizas de seguros por una cantidad determinada de dinero, o inclusive se pueden proponer reglas de concentración de capital de las sociedades gestoras.

- g. La aplicación de la norma de *Crowdfunding*, sería únicamente para las plataformas electrónicas de financiación colaborativa que ejerzan su actividad en Colombia, así como los receptores y aportantes.

Esto va en contra de la realidad económica de las operaciones de financiamiento colaborativo, ya que, los grandes aportantes de recursos generalmente son organizaciones internacionales como ONG'S, o ángeles inversionistas extranjeros.

- h. Una de las grandes fallas de la regulación del *Crowdfunding* en varios países y que se considera en el caso colombiano, es el relacionado con los límites de los aportes, el cual es bajo y afectaría al *Crowdfunding* ya que no es un mercado en el que exista alta liquidez y un alto volumen de aportantes, sino que por el contrario algunos ángeles inversionistas realizan altos aportes, y teniendo en cuenta que muchos de ellos vienen de sociedades extranjeras.

- i. De acuerdo con Colombia Fintech, “es importante encontrar un equilibrio para que las plataformas no manipulen de manera directa la

inversión en diferentes proyectos mediante la divulgación o retención de información relativa a la decisión de inversión que realicen los aportantes entre dos o más proyectos productivos disponibles en la plataforma, abusando de la información privilegiada y del conocimiento de los proyectos”⁹⁵.

Lo anterior es fundamental para perseguir los fines de superación de fallas de mercado por asimetría en la información.

- j. El proyecto de decreto no es claro en definir el tiempo que deben tener las plataformas de financiamiento colaborativo para la actualización de la información de avances y desarrollo de los proyectos de financiamiento.

Así mismo, no es cierto que las plataformas no puedan comprometerse a entregar un rendimiento específico. De hacerlo de esta forma, podría llevar a que las plataformas incumplan lo pactado con los aportantes y se exoneren de responsabilidad. Esto se puede dar con claridad en el caso de *Crowdfunding* de préstamo, donde se fija al inicio un interés remuneratorio para el aportante.

Todo lo anterior, no pretende abarcar y desarrollar una hipótesis relacionada con la eficiencia del proyecto de decreto de *Crowdfunding* desarrollado por el gobierno colombiano, sino que su estudio y recomendaciones son relevantes para la búsqueda de la eficiencia de la regulación y el proyecto que se plantea en el siguiente capítulo.

⁹⁵ *Ibíd.*, p. 21

CAPÍTULO V PROPUESTA NORMATIVA

Sea lo primero advertir que la propuesta normativa que se expondrá a continuación busca el aprovechamiento de dos extremos: el primero, en el que existiría una regulación totalmente flexible en pro de la liberalización de los mercados y el segundo, que busca una robusta regulación del sector financiero, abogando por toda la experiencia que han dado las crisis más grandes en el mundo y en el aprovechamiento de las normas que han impuesto estándares internacionales altos.

Es por esta razón que se considera que el sometimiento de los gestores de las plataformas de *Crowdfunding* a las mismas normas estrictas que tienen los intermediarios financieros repercute en gran medida en la desaceleración y decrecimiento de esta nueva forma de financiamiento, impactando la innovación y la competencia, pues, inversiones similares a las que han realizado los intermediarios financieros, pueden ser demasiadas altas y costosas para los agentes de las plataformas, lo que se traduce en barreras de acceso al mercado. De otro lado, el desarrollar operaciones de *Crowdfunding* sin reglas de juego claras debilita la protección de los agentes en estas operaciones, genera circunstancias de arbitraje regulatorio traducido en competencia desleal para los intermediarios financieros quienes están altamente regulados y dificulta la superación de la falla de mercado sistémica.⁹⁶ Por lo anterior, el

⁹⁶RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Op Cit. P.116.

diseño de esta propuesta regulatoria ecléctica se considera viable utilizando elementos de ambos extremos regulatorios.

A continuación se incorporan los **principales aspectos** que debe tener el capítulo de *Crowdfunding* de préstamo, que propenda por la reducción de las fallas de mercado, incorporando reglas claras para las plataformas, los aportantes y los promotores de los proyectos. De entrada se considera que las plataformas de *Crowdfunding* son un negocio puntual y especializado el cual requiere tener una autorización legal para que puedan realizar las captaciones y colocaciones de recursos, bajo ciertos montos, razón por la cual se propone la realización de una ley que posibilite tal captación y colocación de recursos por parte de las plataformas administradoras:

- a. Proyecto de ley de habilitación a las plataformas administradoras de *Crowdfunding*.

PROYECTO DE LEY NO. _____ DE 2018

“POR EL CUAL SE DICTAN MEDIDAS TENDIENTES A PROMOVER EL ACCESO A LOS SERVICIOS FINANCIEROS TRANSACCIONALES Y SE DICTAN OTRAS DISPOSICIONES”

EL CONGRESO DE COLOMBIA

DECRETA:

Artículo 1º. Sociedades gestoras y administradoras de plataformas digitales para la realización de operaciones de financiamiento colaborativo. Las sociedades gestoras y

administradoras de plataformas digitales para el desarrollo de las operaciones de financiamiento colaborativo se encontrarán autorizadas dentro de su objeto social exclusivo

a:

- a) La realización de operaciones de financiamiento colaborativo, lo cual implica la captación y entrega de los recursos, de conformidad con los proyectos productivos que sean publicados.
- b) Hacer pagos y traspasos.

No estará autorizada la realización de operaciones diferentes a las anteriores.

Los recursos captados por las sociedades gestoras de las plataformas digitales deberán mantenerse en depósitos a la vista en entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia. Así mismo, podrán captarse los recursos a través de mecanismos fiduciarios de patrimonios autónomos y fondos de inversión.

Las sociedades gestoras de las plataformas digitales estarán sujetas a la inspección, vigilancia y control de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Artículo 2º. Adiciónese el inciso segundo del numeral 1 del artículo 119 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, el cual quedará así:

“Así mismo, los bancos, las corporaciones financieras y las compañías de financiamiento podrán participar en el capital de sociedades administradoras y gestoras de plataformas digitales”

Artículo 3º. Vigencia y derogatorias. La presente ley rige a partir de su promulgación y deroga las disposiciones que le sean contrarias.

EL CONGRESO DE LA REPÚBLICA,

- b. Proyecto de decreto que regula el funcionamiento de las operaciones de financiamiento colaborativo.

PROYECTO DE DECRETO No. ____ DE 2018

“POR MEDIO DEL CUAL SE MODIFICA EL DECRETO 2555 DE 2010 PARA REGULAR EL FUNCIONAMIENTO DE LAS OPERACIONES DE FINANCIAMIENTO COLABORATIVO Y SE DICTAN OTRAS DISPOSICIONES.”

EL PRESIDENTE DE LA REPÚBLICA DE COLOMBIA

DECRETA

Artículo 1. Adiciónese el título 6 al libro 39 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010, el cual quedará así:

“TÍTULO 6

FINANCIAMIENTO COLABORATIVO DE DEUDA

Artículo 2.39.6.1.1. Objeto. Regular la constitución y funcionamiento de las operaciones de financiamiento colaborativo y a los agentes administradores de las plataformas digitales.

Para el caso del financiamiento colaborativo de deuda el alcance del presente decreto se relaciona con la actuación de los gestores de las plataformas en la intermediación de recursos del público.

Artículo 2.39.6.1.2. Definiciones. Para efectos del presente decreto se tendrán en cuenta las siguientes definiciones.

Financiamiento colaborativo: Actividad de canalización de recursos de una pluralidad de personas, con la finalidad de apoyar y financiar proyectos, iniciativas o negocios de individuos u organizaciones mediante el uso de entornos digitales.

Financiamiento colaborativo de deuda: Operaciones de préstamo dinerario entre la colectividad de aportantes (prestamistas) y los promotores del proyecto que buscan la financiación (prestatario), en virtud del cual los prestamistas buscan un reconocimiento financiero o económico atado a una operación de crédito, mediante el uso de plataformas digitales.

Gestor: Sociedades constituidas para la realización de operaciones a través de un entorno digital. Estos gestores deberán estar autorizados por la Superintendencia Financiera de Colombia para el desarrollo de actividades de financiamiento colaborativo.

Aportantes: Se entiende como tales a las personas naturales o jurídicas que realizan aportes dinerarios a través de un Gestor para el desarrollo de un proyecto, a cambio de una retribución

de acuerdo con las condiciones de la operación. Los aportantes se vinculan como prestamistas en un contrato de crédito.

Promotores: Se entiende como tales a las personas naturales o jurídicas que promocionan proyectos para recaudar fondos, comprometiéndose a entregar una contribución al aportante, por medio del Gestor. Los promotores se vinculan como prestatarios en un contrato de crédito.

Contrato de crédito: Condiciones mínimas financieras y jurídicas de las operaciones de mutuo acordadas a través de plataformas digitales y desarrolladas a través del Gestor.

Contribución: Son los recursos dinerarios que sean obtenidos por los aportantes como rendimiento financiero por la disposición del dinero dado por el aportante en el tiempo que fue acordado.

Plataformas digitales: Canal digital o electrónico a través del cual se ejecutan las operaciones de financiamiento colaborativo. Estas plataformas digitales serán administradas por el Gestor.

Artículo 2.39.6.1.3. Principios generales. Para la realización de la actividad de financiamiento colaborativo se tendrá que:

- a. Dar publicidad a cada uno de los proyectos, previamente aprobados por el Gestor y de acuerdo con las pautas establecidas en la presente ley y normas concordantes, en donde se promocionen los proyectos y se entreguen las características básicas de la operación. Se entenderá como característica básica, el valor total del proyecto, el valor recaudado, la descripción de la destinación de los flujos de los recursos, nombre e identificación del promotor y de proyectos realizados junto con una calificación que será dada por el Gestor y los aportantes, nombres de las sociedades jurídicas

beneficiarias y asociadas al proyectos. Así mismo, deberá estar disponible la información del perfil de riesgo de crédito del proyecto y del promotor. Así mismo, el Gestor deberá mantener público un histórico de proyectos realizados a través de las plataformas digitales.

- b. No podrán concentrarse en un mismo Gestor proyectos por valor máximo de hasta 20% superior al del capital de constitución de su sociedad, teniendo en cuenta las reglas de límites máximos de financiamiento colaborativo.
- c. En virtud del principio de equivalencia funcional, los contratos de crédito, y los desembolsos de créditos documentados mediante pagaré, podrán realizarse de forma electrónica.

Artículo 2.39.6.1.4. **Ámbito de aplicación.** Las disposiciones de esta ley serán aplicables a las operaciones de financiamiento colaborativo desarrolladas en territorio nacional. Los Gestores y Promotores tendrán que ser sociedades constituidas en Colombia.

Los aportantes de los recursos en los proyectos podrán ser residentes o no residentes, sujetos a los límites o cuantías que establezca el presente proyecto.

Artículo 2.39.6.1.5. **Autorización.** La administración de las plataformas digitales de financiamiento colaborativo de deuda podrá ser desarrollada de forma directa por los Gestores, quienes deberán obtener la autorización de funcionamiento ante la Superintendencia Financiera de Colombia.

Artículo 2.39.6.1.6. **Actividad de las plataformas digitales administradas por el Gestor.** Las plataformas digitales que sean administradas por el Gestor estarán sujetas a la realización de las siguientes actividades:

1. Recepción, clasificación y publicación de los proyectos.
2. Creación de mecanismos y canales para facilitar la promoción de los proyectos.
3. Elaborar un proceso de clasificación de los riesgos de los proyectos productivos, de forma pública, clara y transparente.
4. Publicar la información de los proyectos con su descripción, promotores, clasificación de riesgo, montos aportados y excedentes, y condiciones de la participación en el proyecto.
5. Suministrar semanalmente información a los aportantes sobre el estado del proyecto y calificación de riesgo.
6. Realizar el recaudo de los recursos relativos a la financiación colaborativa a través de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, o mediante la constitución de un mecanismo fiduciario de patrimonio autónomo o fondo de inversión, directamente por el Gestor.

Parágrafo. La calificación del riesgo en el financiamiento colaborativo de deuda para libre destinación o para proyectos colaborativos, tendrá que incluir la valoración realizada por los Aportantes y Promotores, y el tiempo de permanencia en la plataforma.

Artículo 2.39.6.1.7. Requisitos para la constitución de los Gestores. Las solicitudes para la constitución y licencia de autorización de operación deben elevarse ante la Superintendencia Financiera de Colombia y contendrá como mínimo la siguiente información:

1. Establecerse como tipo societario por acciones e incluir en su razón social y nombre comercial la denominación “administradoras de plataformas digitales de financiamiento colaborativo”.
2. Cumplir el trámite de autorización como Gestor de plataformas de financiamiento colaborativo ante la Superintendencia Financiera de Colombia, el cual tendrá información mínima de la constitución de la sociedad, plan de funcionamiento de la plataforma, planes de riesgos y cumplimiento, estructura organizativa, reglamento de funcionamiento, mecanismos de protección a consumidores, metodología de administración conflictos de interés y control sobre endeudamiento. La Superintendencia Financiera de Colombia tendrá un período máximo de tres (4) meses para responder a la solicitud. Si transcurrido este tiempo no hay pronunciamiento se entenderá que la solicitud ha sido negada. En todo caso, el representante legal tendrá derecho a conocer los motivos de la negación y podrá presentar nuevamente la solicitud.
3. Adoptar medidas para garantizar la continuidad y la regularidad de los mecanismos y dispositivos para garantizar en todo momento el funcionamiento de la plataforma digital de financiamiento colaborativo. Por tal motivo, el Gestor deberá emplear sistemas, canales, recursos y procedimientos adecuados para la atención del volumen, frecuencia de los negocios que cursen a través de las mismas.
4. Disponer de procedimientos administrativos y contables adecuados, mecanismos de control interno, técnicas de administración y control de riesgos y mecanismos de protección de datos de sistemas informáticos.
5. Deberán constituir pólizas de seguros para respaldar la realización de operaciones.

Artículo 2.39.6.1.8. Deberes de los Gestores. Los gestores con licencia de autorización para administrar plataformas digitales de financiamiento colaborativo, tendrán los siguientes deberes:

1. Expedir el reglamento de funcionamiento de la plataforma digital, el cual deberá ser aprobado por la Superintendencia Financiera de Colombia.
2. Publicar a través de la plataforma digital la clasificación y calificación de los proyectos productivos o deuda de libre destinación.
3. Recibir, evaluar y decidir las solicitudes de vinculación de los Aportantes. Para tal efecto, el procedimiento de vinculación implica un adecuado conocimiento de cliente, actividades y su clasificación.
4. Publicar información de las características generales de los proyectos, las condiciones financieras bajo las cuales se concede la financiación, y demás términos relevantes. Esta información tendrá que ser de calidad, objetiva, oportuna, completa, imparcial y clara.
5. Implementar mecanismo de gestión y monitoreo de los límites de financiamiento por receptor y plataforma, y límites de participación de los Aportantes. El Gestor debe adoptar una metodología de control del saldo del financiamiento y asegurar que al momento de la publicación del proyecto no se cuente con sobre saldo en relación con otros proyectos adelantados por medio de otras plataformas.
6. Entregar reporte de estado de sus plataformas de forma semanal.
7. Tener registro de los proyectos publicados, Aportantes, Promotores y montos.

8. Adelantar procedimientos de adecuado conocimiento de cliente y prevención de lavado de activos y financiación del terrorismo para los Aportantes y Promotores.
9. Publicar políticas para la prevención y gestión de conflictos de interés.
10. Solicitar al promotor periódicamente actualización de información crediticia y financiera.
11. Poner a disposición de las autoridades competentes la información requerida con actuaciones que conduzcan a la realización de actividades fraudulentas.
12. Deberán contarse con sistemas de administración de riesgo siguiendo los principios, estándares mínimos, y metodología que determine la Superintendencia Financiera de Colombia para tal fin.
13. Suministrar toda la información requerida por las autoridades competentes en relación con su operación.
14. Cumplimiento de los demás deberes que establezca la Superintendencia Financiera de Colombia.

Artículo 2.39.6.1.9. Prohibiciones. Se encuentra prohibida la realización de las siguientes operaciones:

1. Los Gestores no podrán ser Promotores o Aportantes en los proyectos o plataformas que administren o financien
2. No se podrán realizar financiaciones para pagos de créditos inicialmente adquiridos por los promotores.
3. La financiación asociada a créditos con garantías hipotecarias.

Artículo 2.39.6.1.10. Límites a los proyectos publicados a través de las plataformas digitales. Los Gestores deben garantizar que el proyecto máximo de financiamiento no supere los (9000) salarios mínimos mensuales vigentes, y su actuación dependerá de la regla de concentración de los Gestores.

No obstante, el Gestor podrá establecer un monto de financiación inferior al límite antes previsto.

Artículo 2.39.6.1.11. Número mínimo de aportantes y plazo máximo de publicación. Los proyectos publicados deberán contar con un número plural de Aportantes, de acuerdo con las reglas que determine el Gestor.

El plazo máximo para la consecución de los recursos será de seis meses a partir de la fecha de publicación del proyecto. Superada esta fecha sin lograrse el objetivo de monto, se deberá realizar la devolución de los recursos aportados, previa notificación a los Aportantes.

Artículo 2.39.6.1.12. Requisitos de información de los Promotores. El Promotor de los proyectos deberá suministrar a las plataformas la siguiente información para la solicitud y publicación a través de plataformas digitales:

1. Registro mercantil del Promotor.
2. Hoja de vida de socios y accionistas.
3. Historial crediticio.
4. Dirección de notificaciones.
5. Descripción del proyecto productivo o deuda de libre destinación con información financiera, planes de negocio, riesgos y destinación de los recursos.
6. Cualquiera otra que determine la Superintendencia Financiera de Colombia.

Artículo 2.39.6.1.13. Obligaciones del promotor. El promotor se encuentra obligado a entregar la información mínima solicitada en este decreto al Gestor. Así mismo, tendrá que entregar información financiera y crediticia de forma periódica en los términos que señale la Superintendencia Financiera de Colombia.

Artículo 2.39.6.1.12. Requisitos de admisión de los Aportantes. El Aportante deberá entregar la siguiente información:

1. Datos de identificación mínima y personal del Aportante, para llevar a cabo el procedimiento de conocimiento de cliente. Esta información deberá ser entregada únicamente al Gestor.
2. Información financiera que evidencie el nivel de ingresos.
3. Historial crediticio.
4. Demás que determine la Superintendencia Financiera de Colombia.

Artículo 2.39.6.1.13. Derechos para los aportantes. Los aportantes tendrán derecho al acceso a toda la información relacionada con la operación de financiamiento colaborativo para la toma de sus decisiones. Igualmente, tendrán derecho a recibir una retribución por la entrega de recursos a través de los Gestores, siempre que el proyecto implique el pacto de alguna tasa de interés fija.

Artículo 2.39.6.1.10. Límites a los aportes realizados través de las plataformas digitales. Los Aportantes no podrán invertir o aportar, lo que resulte menor entre (100) salarios mínimos mensuales vigentes o el valor de los ingresos anuales totales recibidos el año inmediatamente anterior a la solicitud de aporte en el proyecto.

Así mismo, no podrán invertir o aportar en todos los proyectos de todas las plataformas digitales autorizadas un monto máximo de 250 salarios mínimos mensuales vigentes.

El control de los límites será supervisado por cada Gestor.

Vigencia. El presente decreto rige a partir de la fecha de su publicación.

PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE

Dado en Bogotá D.C., a los

EL MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO

CAPÍTULO VI CONCLUSIONES

Se revisó que en la actualidad, las fintech están penetrando con gran fuerza el mercado que estaba reservado para la banca tradicional. Uno de estos frentes es el que tiene que ver con las operaciones de financiamiento colectivo o *Crowdfunding* de préstamo. En virtud de lo anterior, se hace necesario que se proponga una regulación para permitir la realización de tales operaciones que definan reglas claras para el desarrollo efectivo de las operaciones.

Se observó a lo largo del desarrollo del presente trabajo que hoy en día no existe en el ordenamiento jurídico colombiano una regulación clara en relación con la figura del *Crowdfunding* de crédito. Por el contrario, su realización supone una actividad prohibida. Es por esto que se revisa la necesidad de intervención mediante regulación.

Se identificó la existencia de fallas de mercado por asimetrías en la información y sistémicas, que hacen indispensable la necesidad de intervenir en este tipo de operaciones. Lo anterior, fue

revisado y corroborado mediante el test del profesor Daniel Spulber, en el cual se concluyó que la regulación en el mercado era adecuada y busca el óptimo social.

Bajo dicho contexto, se realiza una propuesta normativa que contiene las bases que deben tenerse en cuenta para la superación de la falla de mercado, para el caso de *Crowdfunding*. De esta forma, se proponen normas que busquen la obligación en la generación de la información transparente, completa e idónea y que se encuentre disponible al público. Igualmente, se encuentra el establecimiento de un mecanismo de valoración y publicación de riesgos en los proyectos de financiamiento. Por su lado, se busca enfrentar el problema de riesgo sistémico mediante los controles y vigilancia de las operaciones que se realizan, y el establecimiento de montos mínimos de constitución de los agentes que operan las plataformas digitales, y límites en las operaciones. Así mismo, se propuso que los gestores que administran las plataformas digitales puedan tener una licencia especial para que de forma directa realicen el recaudo de los recursos por valores totalmente determinado. Esto con la finalidad de crear un *Sandbox* regulatorio para que las mismas puedan desarrollarse en el ámbito de la economía colaborativa, y no presente barreras altas regulatorias.

Se logró el cumplimiento de los objetivos trazados y se permitió dar respuesta a la pregunta formulada desde un inicio, hallando una forma de regulación que propenda por un óptimo social superando las fallas de mercado.

BIBLIOGRAFÍA

Artículos académicos:

- ACCENTURE (Irlanda). *Banking Customer 2020: Rising Expectations point to the Every Day Bank* [en línea]. 10 de julio de 2015 [Consultado el día 8 de agosto de 2016]. Disponible en Internet: https://www.accenture.com/t20150710T130243__w__us-en/_acnmedia/Accenture/Conversion-Assets/DotCom/Documents/Global/PDF/Dualpub_17/Accenture-Banking-Consumer-Pulse.pdf
- ASOBANCARIA. *Crowdfunding: nueva herramienta para la inclusión financiera*. Vicepresidencia técnica, edición 1104, 28 de agosto de 2017 [Consultado en línea el día 2 de noviembre de 2017]. Disponible en Internet: <http://www.asobancaria.com/2017/08/28/edicion-1104-Crowdfunding-nueva-herramienta-para-la-inclusion-financiera/>
- BBVA INNOVATION CENTER. *Crowdfunding, la alternativa financiera para inversionistas y emprendedores* [en línea]. Serie Fintech, febrero de 2015 [Consultado el día 14 de noviembre de 2015]. Disponible en Internet: https://www.bbva.com/%2Fes%2Fwp-content%2Fuploads%2F2017%2F10%2Febook-Crowdfunding-una-alternativa-financiera-para-emprendedores-e-inversores_2.pdf&usg=AOvVaw2vOLsepYT2zcwi2llhA0wn
- BEST, Jason; NEISS, Sherwood; SWART, Richard; LAMBKIN, Anthony y RAYMOND, Sam. *Crowdfunding's Potential for the Developing World* [en línea]. Banco Mundial, 2013 [Consultado en línea el 24 de marzo de 2017]. Disponible en

Internet:

<http://documents.worldbank.org/curated/en/409841468327411701/Crowdfundings-potential-for-the-developing-world>

- COLOMBIA FINTECH. Manifiesto *Crowdfunding*. Visión regulatoria del sector privado acerca de la financiación colaborativa en Colombia. Enero de 2018.
- ESTADOS UNIDOS DE AMERICA. COMISION DE BOLSA Y VALORES (Securities Exchange Commission –SEC). *Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers* [en línea]. Consultado el día 23 de agosto de 2017. Disponible en Internet: <https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm>
- ESTADOS UNIDOS DE AMERICA. SERVICIO DE PARQUES NACIONALES (National Park Service). *Joseph Pulitzer*. 26 de febrero de 2015 [Consultado en línea el 4 de febrero de 2017]. Disponible en Internet: www.nps.gov/stli/historyculture/joseph-pulitzer.htm.
- INVESTOPEDIA. *Fintech*. Consultado en línea el 22 de Noviembre de 2015. Disponible en Internet: <http://www.investopedia.com/terms/f/fintech.asp>
- KETTERER, Juan Antonio. *Fintech, Innovaciones que no sabías que eran de América Latina y el Caribe*. Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 2017 [Consultado en línea el 20 de diciembre de 2017]. Disponible en Internet: <https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/8265/FINTECH-Innovaciones-que-no-sabias-que-eran-de-America-Latina-y-Caribe.pdf?sequence=2&isAllowed=y>

- KODRES, Laura E. *What is shadow banking?* [en línea]. IMF, Finance & Development, Vol. 50, No. 2, junio de 2013 [Consultado en línea el 15 de julio de 2017]. Disponible en Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/06/basics.htm>
- KUTI, Mónica y MADARÁSZ, Gábor. *Crowdfunding* [en línea]. Public Finance Quarterly, Vol. 59, Ejemplar 3, 2014 [Consultado el 25 de noviembre de 2016]. Disponible en Internet: https://econpapers.repec.org/article/pfqjournal/v_3a59_3ay_3a2014_3ai_3a3_3ap_3a355-366.htm
- MOSLENER, Ulf y WINKLER, Adalbert. *Crowdfunding: a significant contribution to financial system development in developing countries?* [en línea]. Frankfurt School of Finance & Management - UNEP, 31 de agosto de 2015 [Consultado en línea el 6 de agosto de 2016]. Disponible en Internet: <https://fs-unep-centre.org%2Fsites%2Fdefault%2Ffiles%2Fpublications%2FCrowdfundingaugust2015.pdf&usg=AOvVaw2Ou2A717ihYoyL9gU0t1H>
- ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES (IOSCO). *Crowdfunding: 2015 Survey Responses Report* [en línea]. 2015 [Consultado el 30 de marzo de 2017]. Disponible en Internet: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf>
- ----- . *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast* [en línea]. 2014 [Consultado en línea el 8 de agosto de 2016]. Disponible en Internet: <https://www.iosco.org/research/pdf/Internetfinancepart1.pdf>

- POSNER, Richard. *Theories of economic regulation* [en línea]. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 41, mayo de 1974 [Consultado en línea el 19 de Julio de 2016]. Disponible en Internet: <http://www.nber.org/papers/w0041>

- RECHTMAN, Yigal y O'CALLAGHAN, Susanne. *Understanding the basics of Crowdfunding* [en línea]. Accounting & Auditing, noviembre de 2014 [Consultado el día 24 de mayo de 2016]. Disponible en Internet: https://www.rechtman.com%2Fimages%2FNov_A%26A_Rechtman.pdf&usg=AOvVaw3kOO0Ui8spQiSoj7HBlaW_

- RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa. *El Crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos* [en línea]. Revista de Derecho Empresarial de San José de Costa Rica, No. 1, febrero de 2014 [Consultado el 20 de noviembre de 2016]. Disponible en Internet: <http://www.redemcr.org/contenido/el-Crowdfunding-como-mecanismo-alternativo-de-financiacion-de-proyectos/>

- SALAMANCA Rojas, David. *Alternativas de regulación del Crowdfunding* [en línea]. Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera de Colombia (URF), agosto de 2016 [Consultado el 11 de mayo de 2017]. Disponible en Internet: https://www.urf.gov.co%2Furf%2FShowProperty%3Bjsessionid%3DxJPUpBoXOQ6Eyz0OftXG7YBqpt-2nu6Gu70royJCljbIoFlzZRJ7!-1082536274%3FnodeId%3D%252FOCS%252FP_MHCP_WCC-060440%252F%252FidcPrimaryFile%26revision%3Dlatestreleased&usg=AOvVaw2d0UVDLpvKVnUpz51sdVjn

- SKAN, Julian; DICKERSON, James y SAMAD, Massood. *The future of FinTech and Banking: Digitally disrupted or reimaged?* [en línea]. Accenture, abril de 2015 [Consultado el día 7 de agosto de 2016]. Disponible en Internet: <http://bankingblog.accenture.com/wp-content/uploads/2015/04/accenture-future-fintech-banking.pdf>
- STIGLER, George J. *The Theory of Economic Regulation* [en línea]. Volumen 2, Primer ejemplar. The Bell Journal of Economics and Management Science, 1973 [Consultado el día 14 de Julio de 2016]. Disponible en Internet: <http://www.rasmusen.org/zg604/readings/Stigler.1971.pdf>
- STIGLITZ, Joseph E. *Regulación y Fallas* [en línea]. Revista de Economía Institucional, Vol. 12, No. 23, segundo semestre de 2010 [Consultado en línea el 14 de noviembre de 2016]. Disponible en Internet: <https://www.economiainstitucional.com/pdf/No23/jstiglitz23.pdf>
- -----, *La información y el cambio en el paradigma de la ciencia económica* [en línea]. Revista Asturiana de Economía, No. 25, 2002 [Consultado el 5 de febrero de 2017]. Disponible en Internet: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/2305220.pdf>
- VENTURA, Rafael; y QUERO, María José. *Análisis de las Relaciones de Co-creación de valor. Un estudio de casos de Crowdfunding* [en línea]. Universia Business Review, tercer trimestre de 2014 [Consultado el 4 de agosto de 2016]. Disponible en Internet: <https://ubr.universia.net/article/viewFile/914/1044>
- ZUNZUNEGUI, Fernando. *Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (Crowdfunding)* [en línea]. Revista de Derecho del Mercado Financiero,

Working Paper 3/2015, junio de 2015 [Consultado el 7 de noviembre de 2016].

Disponible en Internet: <https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm?abstractid=2628249>

Artículos de prensa:

- ARREOLA-ROSALES, Javier. *Ley Fintech en México: ¿Cómo vamos?* [en línea]. World Economic Forum, mayo de 2017 [Consultado el 28 de agosto de 2017]. Disponible en Internet: <https://www.weforum.org/es/agenda/2017/05/ley-fintech-en-mexico-como-vamos/>
- DAWSON, Freddie. *How to beat the bank: P2P lending could lead to higher interest interest rates* [en línea]. Forbes, 29 de mayo de 2014 [Consultado el 4 de abril de 2016]. Disponible en Internet: <http://www.forbes.com/sites/freddiedawson/2014/05/29/how-to-beat-the-bank-p2p-lending-could-lead-to-higher-interest-rates/#68da024d2911>
- ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. OFICINA DEL SECRETARIO DE PRENSA. *El Presidente Obama promulga la Ley “Jumpstart Our Business Startups” (JOBS) (“Reactivar nuestra creación de empresas”)* [en línea]. 5 de abril de 2012 [Consultado el 29 de agosto de 2017]. Disponible en Internet: <https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/2012/04/06/el-presidente-obama-promulga-la-ley-jumpstart-our-business-startups-jobs>
- FARRELL, Jamie. *The Jobs Act: What startups and small businesses need to know* [en línea]. Forbes, 29 de septiembre de 2012 [Consultado el día 28 de agosto de 2017]. Disponible en Internet: <https://www.forbes.com/sites/work-in-progress/2012/09/21/the-jobs-act-what-startups-and-small-businesses-need-to-know-infographic/#1958209b1067>

- JUÁREZ, Edgar. *Ley Fintech sí será presentada al Congreso en septiembre* [en línea]. El Economista (México), 9 de agosto de 2017 [Consultado el 27 de agosto de 2017]. Disponible en Internet: <http://eleconomista.com.mx/sistema-financiero/2017/08/09/ley-fintech-sera-presentada-congreso-septiembre>
- LEYVA, Jeannette. *Fintech buscan combatir el 'lavado' de dinero* [en línea]. El Financiero (México), 3 de julio de 2017 [Consultado el 27 de agosto de 2017]. Disponible en Internet: <http://www.elfinanciero.com.mx/empresas/fintech-buscan-combatir-lavado-de-dinero.html>
- MENDOZA, Viridiana. *Fondadora: Capítulo Foodies y cómo mantener la confianza en el Crowdfunding* [en línea]. Forbes México, 12 de octubre de 2016 [Consultado el 22 de diciembre de 2017]. Disponible en Internet: <https://www.forbes.com.mx/fondadora-capitulo-foodies-mantener-la-confianza-crowdfunding/>
- ----- . *Ley Fintech subirá costos operativos de Crowdfunding hasta 10 veces* [en línea]. Forbes México, 11 de diciembre de 2017 [Consultado en línea el 06 de enero de 2018]. Disponible en Internet: <https://www.forbes.com.mx/ley-fintech-subira-costos-operativos-de-crowdfunding-hasta-10-veces>
- NAVA, Diana y SÁNCHEZ, Axel. *Fintech mexicanas se preparan para llegar a Europa y Medio Oriente* [en línea]. El Financiero (México), 28 de mayo de 2017 [Consultado el 27 de junio de 2017]. Disponible en Internet: <http://www.elfinanciero.com.mx/empresas/fintech-mexicanas-se-preparan-para-llegar-a-europa-y-medio-oriente.html>
- NEWMAN, Jared. *Kreyos Smartwatch: We're not a scam, just a trainwreck* [en línea]. PC World, 16 de septiembre de 2014 [Consultado en línea el 18 de diciembre de 2017].

Disponible en Internet: <https://www.pcworld.com/article/2683138/kreyos-smartwatch-were-not-a-scam-just-a-trainwreck.html>

- TORRES, Yuridia. *Urgen Concretar una regulación Crowdfunding*. El Financiero, 17 de octubre de 2016 [Consultado el 23 de diciembre de 2017]. Disponible en Internet: <http://www.elfinanciero.com.mx/economia/urg-en-concretar-una-regulacion-en-Crowdfunding.html>

Conceptos:

- COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Concepto No. 2017008080-001-000 del 24 de febrero de 2017.
- ----- Concepto oficio 2014080045-001 del 14 de Octubre de 2014.
- ----- Concepto No. 2013057394-001 del 16 de julio de 2013.

Libros publicados:

- FREEDMAN, David y NUTTING, Matthew. *Equity Crowdfunding for investors: A guide to Risks, Returns, Regulations*. Primera edición. Hoboken (NJ), EE.UU.: Wiley. 2015.
- KRUGMAN Paul y WELLS, Robin. *Microeconomía*. Tercera edición. Barcelona, España: Editorial Reverté, 2012.
- POSNER, Richard. *Theories of economic regulation*. Boston (MA), EE.UU.: MIT Press. 1989.
- SPULBER, Daniel F. *Regulation and Markets*. Primera edición. Boston (MA), EE.UU.: MIT Press, 1989.

- YOUNG, Thomas Elliot. *The Everything Guide to Crowdfunding*. Reino Unido: Everything Books, Simon & Schuster. 2012.

Normativa y proyectos de norma:

- REPÚBLICA DE COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. *Ley 964 del 8 de julio de 2005. Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones.*
- REPÚBLICA DE COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. *Decreto 2555 de 2010. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del Sector Financiero, Asegurador y del Mercado de Valores y se dictan otras disposiciones.*
- ESPAÑA. MINISTERIO DE LA PRESIDENCIA Y PARA LAS ADMINISTRACIONES TERRITORIALES. *Ley 05 de 2015. Ley de Fomento de Financiación Empresarial* [en línea]. Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado, 28 de abril de 2015 [Consultado el 25 de agosto de 2017]. Disponible en Internet: https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2015-4607
- ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. COMISION DE BOLSA Y VALORES (Securities Exchange Commission). *Jumpstart Our Business Startups Act* [en línea]. 5 de abril de 2012 [Consultado el día 20 de agosto de 2017]. Disponible en: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf>
- FINTECH MÉXICO. *Anteproyecto de Ley de Tecnología Financiera* [en línea]. Consultado el 1º de septiembre de 2017. Disponible en Internet:

<https://www.fintechmexico.org/s/Anteproyecto-de-Ley-de-Tecnologia-Financiera-khtz.pdf>

*CrowdfundingCrowdfundingCrowdfundingCrowdfundingCrowdfundingCrowdfundingCro
wdfundingCrowdfundingCrowdfundingCrowdfunding*