

## *Reglamentación de la actividad de financiación colaborativa*

*Unidad de Regulación Financiera,  
Subdirección de Integridad de Mercados*

*Bogotá D.C., Colombia. Julio 2018.*

---

### **Resumen**

El presente documento describe la propuesta normativa que reglamenta la actividad de financiación colaborativa de proyectos productivos mediante sociedades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia. Siguiendo las tendencias de innovación financiera, se propone la adopción de reglas específicas para dichas sociedades en términos de revelación de información, prevención de lavados de activos y administración de conflictos de interés, entre otros. Igualmente incluye un esquema de límites, como un mecanismo de protección para los receptores y aportantes que participan en esta modalidad de financiación. La propuesta busca ampliar la oferta de financiación disponible en el país para la pequeña y mediana empresa, propiciando esquemas alternativos, basados en un alto componente tecnológico y de innovación que a su vez preserven altos estándares de transparencia, integridad y protección al consumidor.

## 1. Motivación

La tendencia de innovación, disrupción y uso de tecnología en el ofrecimiento de servicios financieros conocida como fintech es cada vez más fuerte (Accenture, 2016). Esta tendencia se ha extendido a América Latina al punto que hoy existen más de 700 emprendimientos fintech en la región (BID, 2017).

Una de las áreas de mayor desarrollo ha sido la financiación colaborativa conocida como marketplace lending o crowdfunding. Se estima que existen más de 800 plataformas de esta naturaleza operando en el mundo (FSB, 2017) y que el saldo de financiación a través de estos modelos ha crecido de USD\$1.5 billones en 2011 a USD\$100 billones en 2015 (CGAP, 2017).

Organismos internacionales coinciden en el potencial del crowdfunding en la profundización financiera, al simplificar los procesos operativos y facilitar el acceso a fuentes de financiación, especialmente de pequeñas y medianas empresas (pymes). Al mismo tiempo, han destacado que estos modelos acarrearán desafíos que pueden potenciar los riesgos financieros y en esa línea, han impartido recomendaciones para adoptar una regulación progresiva y proporcional que facilite la innovación manteniendo la estabilidad financiera (IOSCO, 2015).

Colombia ha venido promoviendo en los últimos años una política de inclusión financiera, con la cual se han logrado avances considerables en cobertura y acceso a productos por parte de la población. Con el fin de avanzar en esta senda, especialmente en lo relativo a la financiación de pymes, en la estrategia nacional de inclusión financiera del Gobierno Nacional se determinó la necesidad de adelantar una revisión de las nuevas alternativas de financiación de proyectos productivos como el *crowdfunding*, y a partir de esto determinar la necesidad de regular este tipo de esquemas en el país (URF, 2017).

Con ese objetivo de política pública en mente, en 2016 la Unidad de Regulación Financiera publicó un documento técnico en el cual se revisan varios modelos de crowdfunding y sus desarrollos regulatorios en el mundo (URF, 2016). Igualmente, realizó un taller, con el apoyo del Banco Mundial y la participación de expertos internacionales y el sector privado, con miras a profundizar en dicho análisis y revisar la viabilidad de adoptar estos modelos en el país<sup>1</sup>.

Adicionalmente y acorde con la revisión de las tendencias de adopción de modelos de crowdfunding en el mundo, se evidenció que los aportes a emprendimientos se realizan en su mayoría a través del modelo de crowdfunding equity, el cual además ha evidenciado un desarrollo importante en los últimos años. En España, por ejemplo el monto de inversión a

---

<sup>1</sup> Las memorias del taller están disponibles en la página web de la URF, sección Comunicaciones, Presentaciones, 2016.

través de este mecanismo tuvo un crecimiento de 167% entre 2015 y 2016, debido en parte a la rentabilidad que ofrecen los emprendimientos y a la posibilidad de que los inversores tengan un mayor vínculo con el proyecto dada su condición de accionistas, lo que termina siendo un círculo virtuoso a la hora de analizar los resultados<sup>2</sup>.

A partir de lo anterior, se propone adoptar un marco regulatorio para el funcionamiento de la financiación colaborativa de proyectos productivos a través de valores. Dicha actividad únicamente podrá ser desarrollada por sociedades anónimas dedicadas exclusivamente a esta actividad bajo la vigilancia de la Superintendencia Financiera, o por entidades que ya se encuentren autorizadas para actuar como bolsas de valores o administradoras de sistemas de negociación o registro de valores, conforme las normas vigentes.

La propuesta normativa incluye reglas específicas para dichas sociedades en términos de revelación de información, actividades permitidas, deberes y administración de conflictos de interés, entre otros. Igualmente incluye un esquema de límites, como un mecanismo de protección para los receptores y aportantes que participan en esta modalidad de financiación.

Mediante esta propuesta se busca ampliar la oferta de financiación disponible en el país, a través de esquemas alternativos, basados en un alto componente tecnológico y de innovación, preservando altos estándares de transparencia, integridad y protección al consumidor.

## **2. Experiencia internacional**

### **2.1. Definición**

El término crowdfunding se refiere al uso de pequeñas cantidades de recursos de varios individuos para donar o financiar, usualmente sin colateral, proyectos, negocios o actividades personales, a través de una plataforma digital encargada de seleccionar y publicar dichos proyectos.

Existen cuatro categorías de crowdfunding: donación, recompensa, préstamo y de acciones. Los dos primeros se conocen como modelos comunitarios de crowdfunding en los que el dinero recaudado se destina a un proyecto social o para prepagar un producto o incluso un objeto artístico<sup>3</sup>. Por su parte, el modelo de préstamo, conocido como crowdfunding lending y el de

---

<sup>2</sup> [https://www.universocrowdfunding.com/wp-content/uploads/UC\\_Informe-AnualCF\\_en-Espa%C3%B1a-2016\\_def.pdf](https://www.universocrowdfunding.com/wp-content/uploads/UC_Informe-AnualCF_en-Espa%C3%B1a-2016_def.pdf)

<sup>3</sup> Un ejemplo de esta categoría es el caso de Doublefine, una empresa que en 2012 lanzó una campaña a través de la plataforma Kickstarter en Estados Unidos para financiar la creación de un video juego llamado Broken Age. La meta era recolectar USD\$400.000 en 32 días y como recompensa se ofrecía la entrega temprana de una copia del juego. Doublefine alcanzó la meta en 8 horas y al finalizar los 32 días recaudó un monto de USD\$3.3 millones de más de 80 mil donantes con aportes de USD\$40 en promedio. Ver: <https://www.kickstarter.com>

acciones, generalmente llamado equity crowdfunding<sup>4</sup>, son esquemas financieros en los que el inversionista espera un retorno por su inversión.

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

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

La industria de crowdfunding ha demostrado un gran potencial. De acuerdo con IOSCO (2014) la financiación a través del esquema de préstamo alcanzó un volumen de USD\$6.4 billones en 2013, concentrado especialmente en Estados Unidos, China y el Reino Unido. Esta misma publicación estima que sólo el volumen de préstamos podría crecer a USD\$70 billones en 2019.

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

Uno de los principales valores agregados de la plataforma es la selección de proyectos, para lo cual consulta diversas fuentes de información y emplea diferentes metodologías de evaluación, las cuales son reveladas al potencial inversionista para facilitar la toma de decisión del inversionista (URF, 2016).

Producto del análisis, la plataforma igualmente decide el monto máximo de recursos a recaudar por proyecto, el plazo y demás condiciones de la financiación. Por lo general, una vez alcanzada la meta máxima de recaudo, se cierra la convocatoria, se genera una obligación contractual entre el solicitante y el inversionista y se procede a entregar los recursos al deudor o emisor correspondiente. Todos los pagos implícitos en la operación son realizados a través de medios electrónicos, lo que implica que los participantes deben tener acceso a una cuenta bancaria o un producto transaccional del sistema financiero.

---

<sup>4</sup> Un ejemplo de esta categoría es el caso de la aplicación tecnológica JustPark en Londres, la cual logro recaudar \$3,7 millones de euros a través de la plataforma Crowdcube en el Reino Unido. En la financiación participaron 2916 personas de varios países que adquirieron el 16% de la compañía en 34 días. Ver: [www.justpark.com](http://www.justpark.com)

La principal fuente de ingresos de las plataformas proviene del cobro de una comisión fija que se cobra tanto a los deudores como a los inversionistas. En todo caso, existen diferentes modelos de negocio de crowdfunding financiero en el mundo. Sus diferencias dependen de la categoría (préstamos o valores) y de la regulación del país en el que se sitúe la plataforma, lo que incide en el alcance de cada una de las actividades que puede adelantar la plataforma (URF, 2016).

## **2.2. Ventajas y potenciales riesgos**

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

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

El crowdfunding facilita el acceso al crédito de poblaciones y empresas con un buen perfil de riesgo pero con poca o nula experiencia crediticia y sin posibilidad de ofrecer colaterales idóneos, lo que les restringe el acceso al sistema bancario tradicional o al mercado de valores. En efecto, el uso de nuevas tecnologías y de estándares de selección sumado a la naturaleza masiva de este tipo de esquemas, permite diversificar a gran escala el riesgo y de esta manera facilitar el acceso a este tipo de deudores.

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

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

El modelo de crowdfunding tiene una estructura de operación digital que se vuelve más liviana que la requerida en el negocio bancario tradicional, lo que reduce de forma importante los costos de operación y agiliza el proceso de aprobación y desembolso de recursos. La gran cantidad de inversionistas y la reducción en los gastos de operación se traduce en un menor costo del capital para los deudores (URF, 2016).

### **iii. Mayor diversificación, competencia e innovación**

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

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

Al tiempo que se ha reconocido el valor agregado del crowdfunding, la literatura ha evidenciado al menos 5 tipologías de riesgo de esta actividad: contraparte, operativo, liquidez, conductuales y fraude (URF, 2016). A continuación se describen brevemente cada uno de estos.

### **i. Riesgo de contraparte**

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

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

En el caso de crowdfunding la materialización del riesgo de contraparte recae directamente y de forma exclusiva en el inversionista y tiende a exacerbarse cuando la plataforma tiene estándares de revelación de información precarios. La industria ha venido fortaleciendo sus prácticas de selección y asignación de tasas de interés diferenciales según el nivel de riesgo de cada deudor o proyecto. No obstante, la industria es aún muy joven, no existe información estandarizada y consolidada y buena parte de los créditos otorgados aún se encuentran vigentes lo que hace que las autoridades sigan cautelosas frente a este riesgo (IOSCO, 2014).

Otra de las prácticas adoptadas ha sido el obligar a diversificar la inversión de cada uno de los inversionistas y la constitución de fondos de aseguramiento que se nutren con un porcentaje de la financiación.

Al respecto, desde la propuesta normativa para Colombia que será detallada más adelante, se incluyeron obligaciones para las entidades que desarrollen la actividad de financiación colaborativa, específicamente sobre revelación de información tanto administrativa como referida a los proyectos productivos que se pretenden financiar. Sobre estos últimos se hace énfasis a que el suministro de información deberá ser en lenguaje claro y de fácil entendimiento.

Por otra parte, el proyecto normativo contempla que necesariamente los proyectos productivos deberán ser financiados por un número plural de aportantes y cada uno de éstos tendrá límite en su aporte respecto de sus ingresos.

## **ii. Riesgo operativo**

El riesgo operativo se refiere a posibles errores en los sistemas, modelos y procesos internos de las plataformas. Incluye también posibles ciberataques y en general cualquier falla operativa que afecte el normal desarrollo de la plataforma y genere su cierre. La industria ha venido adoptando como una buena práctica la segregación de cuentas y la separación de activos de cada uno de los emisores e inversionistas. Además, ha fortalecido los sistemas de administración de riesgo operativo y los protocolos de manejo de la información, ha implementado planes de continuidad de negocio y ha creado planes de liquidación en caso de que se presenten fallas que impidan el funcionamiento de la plataforma (IOSCO, 2014).

Con el fin de acotar este riesgo, en la regulación propuesta se incluyó como requisito para las sociedades que realicen la actividad de financiación colaborativa, la obligatoriedad de contar con procedimientos, mecanismos y técnicas para administrar los riesgos y proteger el sistema informático.

## **iii. Riesgo de liquidez**

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

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

Es del caso mencionar que, la inversión en crowdfunding para financiar proyectos productivos tiene vocación de mediano y largo plazo, sin embargo, y con el fin de mitigar el alcance de este riesgo la propuesta de norma presentada no establece ningún tipo de limitación para la negociabilidad de los títulos emitidos en el marco de la actividad de financiación colaborativa.

## **iv. Riesgos conductuales y actividades fraudulentas**

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

Este riesgo se exacerba en la medida en que en la operación de la plataforma se pueden generar conflictos de interés derivados, por ejemplo, de la promoción de proyectos determinados en los que los administradores de la plataforma tengan un interés particular, bien sea porque tienen inversiones propias o porque gozan de esquemas de compensación basadas en el éxito de la

financiación de determinados proyectos. Igualmente pueden presentarse prácticas fraudulentas e incluso delictivas de suplantación y falsificación de documentos que terminen generando una pérdida de valor para la plataforma o los inversionistas.

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

Ahora bien, en el caso de la propuesta normativa para Colombia, se incluyeron prohibiciones expresas sobre la posibilidad de que las entidades que realicen la actividad de financiación colaborativa puedan participar como aportantes en los proyectos que publicita, así como, asumir la posición de receptor de recursos. Adicionalmente, dentro de los deberes de estas mismas entidades se establece que deberán hacer de público conocimiento las políticas y procedimientos administrativos para la prevención, identificación, revelación y administración de los conflictos de interés.

#### **v. Lavado de activos y financiación de terrorismo**

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

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

En el caso del proyecto de norma para Colombia, ésta contempla dentro de los deberes de las sociedades que adelanten la actividad de financiación colaborativa contar con procedimientos en materia de conocimiento del cliente y de administración del riesgo de lavado de activos y financiación del terrorismo para los receptores y aportantes y, como complemento se permite a la Superintendencia Financiera de Colombia de considerarlo necesario, establecer requisitos especiales para la realización de estos procedimientos.

## vi. Información al inversionista

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

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

### 2.3. Tendencias regulatorias

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

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

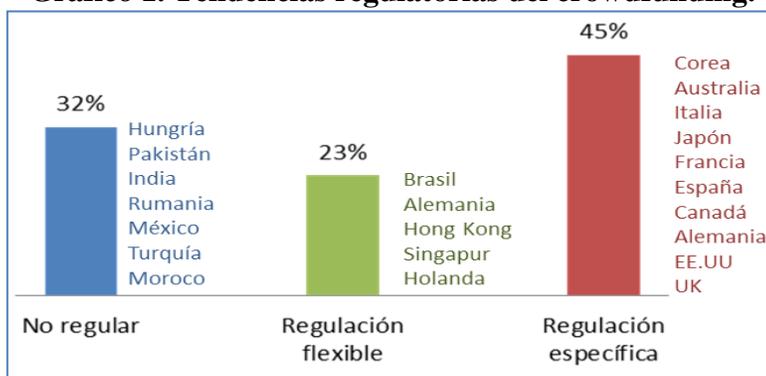
En 2015 IOSCO publicó un estudio de los estándares regulatorios del crowdfunding en 22 países. De acuerdo con éste análisis, existen tres posiciones identificadas para la regulación de la actividad: 1) no regular; 2) flexibilizar la regulación, o 3) adoptar una regulación particular.

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

las plataformas como intermediarios y se definen reglas y deberes para todas las partes involucradas. 45% de las jurisdicciones evaluadas por IOSCO siguen el estándar de regulación.

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

**Gráfico 1. Tendencias regulatorias del crowdfunding.**



Fuente: IOSCO (2015)

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

Incluso, algunos países que inicialmente tenían prohibida la actividad, han ido cambiando su postura inicial hacia una flexibilización de la normativa. Este es el caso de Japón, que en mayo de 2014 dio el paso hacia la regulación de esta actividad mediante la sanción de la ley sobre mercados financieros y de capitales.

Una tendencia hacia la regulación de estas plataformas se ha observado igualmente en la región. México, por ejemplo, que según la encuesta de IOSCO de 2015, estaba entre los países que optaron por no regular, en 2018 el Congreso de ese país aprobó una ley fintech, la cual incluye la creación de las plataformas de financiamiento colaborativo o de crowdfunding. Igualmente, Argentina la Comisión Nacional de Valores, adoptó una reglamentación específica para dicha actividad a través de la Resolución General 717 de 2017.

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

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

## 1. Consideraciones sobre la plataforma

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

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

En la medida en que las actividades realizadas por las plataformas se reconocen como propias del mercado financiero o de valores, la vigilancia de estas entidades recae sobre las autoridades que supervisan el sistema financiero. Por ejemplo, en el caso de España es la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España, en Estados Unidos la SEC y FINRA.

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

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

En el caso de Estados Unidos la asesoría solo está permitida a sociedades comisionistas de bolsa, quienes desempeñan esta actividad bajo su licencia general. En Alemania y Francia está

autorizada la asesoría para las plataformas, pero existen reglas de neutralidad y prohibición de inducir la inversión mediante las recomendaciones entregadas.

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

## **2. Regulación de emisiones y emisores o deudores**

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

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

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

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

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

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

### 3. Protección al inversionista y al receptor

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

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

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

Considerando los riesgos mencionados y en aras de proteger al inversionista, los países han establecido límites en las inversiones (IOSCO, 2015). En el caso de Argentina, el Expediente N° 2350/2016 “Sistemas de Financiamiento Colectivo” de la Comisión Nacional de Valores indica que los inversionistas solo podrán destinar en estos esquemas hasta el 20% de sus ingresos brutos anuales dentro de un mismo año calendario y en todo caso ningún inversor no podrá tener más del 5% del proyecto.

En Estados Unidos, la Securities and Exchange Commission establece un esquema de límites en el cual si el inversionista tiene un ingreso o patrimonio anual inferior a USD\$107.000, entonces durante 12 meses solo puede invertir hasta USD\$2.200 o el 5% de sus ingresos o patrimonio anual. Si el ingreso y patrimonio anual es superior a USD\$107.000, entonces puede invertir hasta 10% del ingreso o patrimonio anual, el que sea menor, pero nunca podrá tener una inversión mayor a los USD\$107.000.

En el caso de España, la Ley 5 de 2015 de Fomento a la Financiación Empresarial de ese país determinó que los inversionistas no calificados que tengan ingresos inferiores a €50.000 en el año podrán invertir en crowdfunding hasta el 20% de sus ingresos.

De forma similar, en la regulación del crowdfunding internacional igualmente se han previsto límites a la cantidad de recursos otorgados a los receptores (IOSCO, 2015). En el caso de España, por ejemplo, la Ley de Fomento a la Financiación Empresarial, limita el ofrecimiento

en €2 millones cuando en la financiación únicamente participan inversionistas no calificados y hasta €5 millones cuando también participan los aportantes profesionales. En Estados Unidos el monto máximo de emisión es de USD\$1.070.000 en un periodo de 12 meses conforme a las reglas emitidas por la Securities and Exchange Commission, en Argentina es de hasta USD\$1.022.000 según la normatividad expedida por la Comisión Nacional de Valores.

## 2.4. Reflexiones para el caso colombiano

Como se mencionó en la primera parte de este documento, el crowdfunding financiero se ha desarrollado en el mundo a través de dos modelos:

- i) **El modelo de préstamo**, conocido como crowdfunding lending, que consiste en recibir de varias personas pequeñas cantidades de recursos para prestar a otras personas o empresas. Quien aporta, recibe a cambio el pago de interés y el capital inicial.
- ii) **El modelo de acciones**, llamado equity crowdfunding en el que varios inversionistas aportan recursos para adquirir una participación en la propiedad de la empresa receptora, y recibe un retorno en forma de dividendo el cual depende del éxito del negocio

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

- **Captación masiva y habitual**

Para el caso del modelo de préstamo, por su forma de operar, es necesario acudir a la definición de captación masiva y habitual.

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

1. tenga obligaciones pasivas directas o indirectas con más de veinte (20) personas o en un número mayor a cincuenta (50). Las obligaciones deben ser de naturaleza dineraria, haberse percibido a título de mutuo y en ningún caso como contraprestación de un bien o servicio.

2. conjunta o separadamente, haya celebrado en un período de tres (3) meses consecutivos, más de veinte (20) contratos de mandato con el objeto de administrar dineros de sus mandantes bajo la modalidad de libre administración o para invertirlos en títulos o valores a juicio del mandatario, o haya vendido títulos de crédito o de inversión con la obligación para el comprador de transferirle la propiedad de títulos de la misma especie, a la vista o en un plazo convenido, y contra reembolso de un precio.

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

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

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

- i. que las personas naturales y jurídicas que publican proyectos adquieran un pasivo a título de mutuo con un número superior a 20 personas o adquieran un número superior a 50 obligaciones, o
- ii. que las pequeñas y medianas empresas que buscan financiarse a través de estos mecanismos, puedan recibir fácilmente cantidades que sobrepasen el 50% de su patrimonio líquido,

En cualquiera de los dos casos mencionados, es factible que en un periodo de 3 meses seguidos se celebren más de 20 veinte contratos de mandato para la libre administración de recursos.

Al materializarse estos supuestos el operador de la plataforma (si en el modelo de negocio es quien recibe el dinero de los inversores) y los receptores de los recursos incurrirían en captación masiva y habitual de dineros, considerada en Colombia una actividad delictiva, consagrada en el artículo 316 del Código Penal<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> De acuerdo con el Código Penal: "El que desarrolle, promueva, patrocine, induzca, financie, colabore, o realice cualquier otro acto para captar dinero del público en forma masiva y habitual sin contar con la previa autorización de la autoridad competente, incurrirá en prisión de ciento veinte (120) a doscientos cuarenta (240) meses y multa hasta de cincuenta mil (50.000) salarios mínimos legales mensuales vigentes.

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

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

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

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

- **Oferta pública de valores**

En el caso del modelo de acciones y valores en general, en primera medida se deben analizar las normas del mercado de valores actual, con el fin de establecer el perímetro regulatorio vigente.

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

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

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

Finalmente, de acuerdo con el artículo 3 de la Ley 964 de 2005, la administración de los sistemas de negociación de valores es una actividad del mercado de valores y podrá ser desarrollada por sociedades anónimas de objeto exclusivo<sup>6</sup>, sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia<sup>7</sup>.

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

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

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

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

En lo que tiene que ver con el modelo de préstamos, según el análisis realizado, sería necesario crear una entidad que tenga permitido captar recursos del público y viabilizar operaciones de crédito. No obstante, esto implicaría una modificación de la estructura del sistema financiero que solo puede realizarse a través de una norma de rango legal.

---

<sup>6</sup>Artículo 67 de la Ley 964 de 2005.

<sup>7</sup> Artículo 2.15.1.1.2 del Decreto Único 2555 de 2010.

Por otro lado, en relación con la viabilidad jurídica de reglamentar vía decreto el modelo de valores, la Ley 964 de 2005 en el artículo 3ro autorizó al Gobierno Nacional a determinar las actividades del mercado de valores, siempre que se trate de actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores. Lo anterior, otorga las facultades necesarias para implementar el modelo mencionado mediante decreto.

Con base en lo antes mencionado, y teniendo en cuenta los lineamientos de política pública para promover la financiación de las pequeñas y medianas empresas, previstos en la estrategia nacional de inclusión financiera del Gobierno Nacional, la URF propone adoptar un marco regulatorio para la administración, funcionamiento y utilización de las sociedades que realicen la actividad de financiación colaborativa en Colombia, a través del modelo de valores.

Se considera que habilitar este modelo de financiación complementa los esquemas financieros tradicionales, con nuevos esquemas con un alto componente tecnológico y modelos de negocio disruptivos. La entrada de nuevos participantes eleva la competencia en el sector y también permite ampliar e innovar la oferta de productos y servicios financieros.

### **3. Propuesta**

Siguiendo la tendencia de innovación financiera, específicamente aquella relacionada con la adopción de modelos de financiación de tipo crowdfunding, y los desarrollos regulatorios que han surgido respecto de estas figuras en varios países, se propone modificar el Decreto 2555 de 2010 con el fin de regular la administración, el funcionamiento y utilización de las sociedades de financiación colaborativa en Colombia, en los términos que se detallan a continuación:

#### **3.1. Sobre la actividad de financiación colaborativa**

Atendiendo la facultad prevista en el literal j) del artículo 3 de la Ley 964 de 2005 y teniendo en cuenta que la financiación colaborativa a través de valores supone el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, se propone que la financiación colaborativa sea una nueva actividad del mercado de valores.

Ahora bien, teniendo en cuenta el presupuesto normativo establecido en el parágrafo 1 del mencionado artículo 3, referido a que las actividades del mercado de valores serán realizadas por entidades sujetas a la supervisión del Estado, en la propuesta normativa se incluyen los requisitos de constitución que deberán cumplir las sociedades que realicen la nueva actividad.

La determinación de la financiación colaborativa como una nueva actividad del mercado de valores y la designación de las sociedades que podrán realizarla, resulta armónico con la estructura de dicho mercado, en la medida en que no cambia ni restringe las actividades ya autorizadas para las entidades que hacen parte del mismo.

Una situación similar ocurre con el Decreto 985 de 2010 mediante el cual se precisó el alcance de la actividad de suministro de información al mercado de valores y se determinaron los requisitos de constitución de las sociedades encargadas de adelantar dicha función.

Así mismo, y con el fin de aprovechar la experiencia en la administración de infraestructuras del mercado de valores, en la propuesta normativa se permite también que la nueva actividad sea desarrollada por las bolsas de valores y los sistemas de negociación de valores y se establecen los requisitos que deberán cumplir estas entidades para que se les autorice la realización de la misma<sup>8</sup>.

Por lo anterior, se propone adicionar el Libro 41 de la Parte 2 al Decreto 2555 de 2010 con el fin de especificar las reglas aplicables a la nueva actividad. En particular, se sugiere crear un Título 1 en el cual se definen las sociedades de financiación colaborativa, como la infraestructura electrónica que puede incluir interfaces, páginas de internet u otro medio de comunicación electrónica a través de las cuales se ponen en contacto de manera profesional a un número plural de aportantes con receptores que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto productivo de inversión.

Igualmente, en la propuesta se habilita la financiación colaborativa a través de valores representativos de deuda y de capital social. Se establece además que las entidades autorizadas para realizar la nueva actividad deberán registrarse ante el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores – RNAMV y ser autorizadas y vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia y cumplir con normas sobre conflictos de interés, suministro y seguridad de la información y seguridad de la operación, entre otras.

En lo que tiene que ver con la territorialidad de la operación de la actividad, la propuesta establece para el desarrollo de la nueva actividad, las sociedades deberán estar constituidas localmente, así como los receptores de los recursos.

Finalmente es importante anotar, que la autorización para la prestación de esta actividad, implica que la sociedad –registrada o no previamente en el RNAMV a la entrada en vigencia del Decreto-, satisfaga en todo caso las exigencias que el proyecto de decreto plantea para el desarrollo de la actividad.

### **3.2. Reglas aplicables a las sociedades de financiación colaborativa**

En el proyecto de decreto se establece que para el desarrollo de la nueva actividad, las entidades deberán entre otras funciones, recibir, clasificar y publicar los proyectos de financiación colaborativa y brindar a los aportantes la información necesaria para tomar una decisión de inversión.

---

<sup>8</sup> La asignación de nuevas actividades a licencias del mercado de valores ya existentes a igualmente ocurrido en el pasado, como es el caso de la actividad de custodia de valores la cual fue autorizada a las sociedades fiduciarias mediante el decreto 1243 de 2013.

Adicionalmente, estas entidades deben establecer los medios necesarios para asegurar la realización de las operaciones que implican esta nueva forma de financiación, tales como (i) el recaudo de los recursos de los aportantes; (ii) la entrega de estos al proyecto productivo; (iii) la devolución eventual de los recursos de los aportantes en los eventos en los cuales no se alcancen los porcentajes mínimos de financiación del proyecto y (iv) la entrega de recursos a los aportantes al finalizar el plazo de la respectiva inversión o aquellos que deban entregarse a los aportantes a título de rendimientos o utilidades pactados con los respectivos receptores.

Con el fin de dar seguridad a este tipo de operaciones, se establece que estos flujos de recursos, se realicen a través del sistema financiero (en entidades vigiladas habilitadas para el efecto, distintas de las propias sociedades de financiación colaborativa) y de una forma tal que se puedan separar los recursos de la entidad, de los recursos destinados a cada proyecto productivo (segregación patrimonial), garantizando en todo caso –sea cual fuere el esquema adoptado, la disponibilidad y adecuada conservación de los mismos, según lo previsto en el decreto y lo informado a los aportantes para cada uno de los proyectos productivos. Esto implica que tanto los aportantes como su inversión, estarán plenamente individualizados frente a la entidad financiera que recauda el dinero y, que los recursos solo podrá ser entregados al proyecto productivo una vez se cumpla la meta de recaudo o serán devueltos a sus titulares si es que esta no se cumple. El detalle de cómo se realizara esta operación deberá consagrarse en el contrato de recaudo que realice la sociedades de financiación colaborativa.

En lo que tiene que ver con los deberes de las sociedades, se establece entre otros que deberán expedir el reglamento de funcionamiento, contar con un procedimiento de clasificación de los proyectos productivos, suministrar información al público, monitorear los límites de financiamiento por receptor y aportante, así como, cumplir con las normas sobre conocimiento del cliente y prevención de lavado de activos y financiación del terrorismo.

Se establecen también una serie de prohibiciones que tienen como finalidad prevenir conflictos en la nueva actividad, tales como, dar asesoría sobre los proyectos productivos publicados, recibir recursos que no sea a través del sistema financiero, actuar como financiadores de los proyectos o asumir la posición de receptores.

El reglamento de funcionamiento mencionado anteriormente deberá incluir criterios para la publicación de los proyectos productivos, las reglas de vinculación, derechos y obligaciones de los aportantes y receptores, formas de canalizar los fondos, situaciones de incumplimiento de las obligaciones junto con sus respectivas sanciones, forma de resolver controversias, políticas para la fijación de tarifas y mecanismos para un eventual desmonte gradual de las operaciones autorizadas, entre otros.

Por otra parte y en aras de brindar protección al aportante y a los receptores, se estableció que la sociedad debe poner en conocimiento de forma actualizada, gratuita y de fácil acceso, el reglamento de esta, la información de los proyectos productivos y la clasificación de estos según

el procedimiento aplicado, la información de la financiación, las tarifas, la evolución financiera de los proyectos y en caso de quejas la forma de reclamación.

Con el fin de controlar el sobreendeudamiento de los receptores y los límites de los aportantes, la regulación establece la obligación de reportar a los operadores de información financiera, los desembolsos, pagos y cancelación o redención de las obligaciones de manera oportuna.

### **3.3. Reglas aplicables a los receptores de recursos**

En la reglamentación propuesta se establece que únicamente podrán ser receptor de recursos los proyectos productivos, los cuales se definen como aquellos desarrollados por personas jurídicas con el fin de obtener una rentabilidad económica a partir de actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicios.

Se propone además que los receptores tengan el deber de brindar información básica, incluyendo certificado de existencia y representación legal de los receptores, hojas de vidas de socios o accionistas, e información específica sobre el proyecto productivo incluyendo una reseña histórica, información financiera, planes de negocio y riesgos asociados al proyecto.

También, deberán vincularse a la sociedad a través de un formato que advierta que los proyectos productivos no son objeto de autorización ni de supervisión por la Superintendencia Financiera de Colombia y donde el receptor se hace responsable por la información que suministra en especial sobre la información que tiene que ver con el proyecto productivo.

Siguiendo la práctica internacional, y con el fin de prevenir el riesgo de sobreendeudamiento, se define un límite a la financiación de cada uno de los receptores en cada una de las sociedades.

Teniendo en cuenta que lo que se autoriza financiar son proyectos productivos de emprendimientos y pequeñas y medianas empresas, para la definición de este límite se tuvo en cuenta la situación particular de la financiación de estas empresas en Colombia, con el fin de que la propuesta de crowdfunding complemente las fuentes de crédito tradicionales y permita fortalecer este importante sector en el país.

Para el efecto, desde el lado de la demanda se identificó a partir de la Gran Encuesta Pyme de 2017, que solo el 36% de estas empresas que están en el sector industria solicitan crédito en el sistema financiero, del total de empresas que efectivamente acceden al préstamo el 80% lo reciben a mediano y largo plazo y el 61% lo destina a capital de trabajo.

Por el lado de la oferta, se determinó que menos del 15% de la cartera comercial bancaria está destinada a las pymes y que esta línea de crédito está concentrada en un 84% en 6 de los 25 bancos del país. Se identificó igualmente que los ingresos por ventas son el criterio de segmentación para este nicho empresarial y que una métrica común usada en el sector es otorgar crédito a estas empresas por un monto equivalente a dos meses de ventas con lo cual las

empresas que hoy reciben estos créditos tienen unas ventas anuales entre \$250.000 y \$20.000 millones en promedio (BVC, 2018).

Igualmente, a partir de la información de emisiones en el mercado de deuda privada en la Bolsa de Valores de Colombia se observa que en ningún caso ha habido colocaciones de menos de \$10.000 millones lo que confirma que las dificultades que tienen las pymes para satisfacer sus necesidades de financiación y expansión empresarial.

A partir de lo anterior, se establece un esquema de límites bajo el cual siempre que participe al menos un aportante calificado, un receptor podrá recibir recursos hasta diez mil (10.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV) en cada sociedad, con la posibilidad de que según el análisis realizado por la sociedad este límite pueda ser inferior.

En caso que ningún aportante calificado desee ser parte del proyecto y en tal virtud, únicamente participen aportantes no calificados, el receptor solo podrá recibir financiación por un monto máximo de tres mil salarios mínimos legales mensuales vigentes (3.000 SMMVL).

El esquema propuesto sigue el espíritu general del proyecto de decreto de generar las herramientas regulatorias que procuren la salvaguarda de los intereses de los inversionistas –y en particular de aquellos que pertenecen a la categoría de no calificados-, frente a un esquema de financiación que comporta mayores riesgos a los que se pueden registrar en el mercado principal.

El monto máximo de hasta los 10.000 SMMVL hace factible la participación de aportantes calificados, lo que es deseable para diversificar y viabilizar el esquema de financiación colaborativo y lograr que el mismo sea una alternativa de consecución de recursos para la gran mayoría de las pymes y emprendimientos en el país.

Como complemento de lo anterior la sociedad deberá establecer un número plural de aportantes y tendrá un plazo máximo de seis (6) meses para reunir los recursos de cada financiación. De no cumplirse con la meta establecida se deberá informar y realizar la devolución de los dineros aportados.

Se reitera que los proyectos productivos y los receptores no son objeto de autorización ni de supervisión por la Superintendencia Financiera de Colombia y que esta autoridad tampoco certifica la bondad ni solvencia del proyecto productivo ni la del receptor.

### **3.4. Reglas aplicables a los aportantes**

Se define como aportante a las personas que invierten en cualquier operación de financiación que se lleve a cabo a través de una sociedad de financiación colaborativa. Para el efecto, se establecen dos tipos de aportantes: calificados y no calificados, según su experiencia y mayor capacidad de asunción de riesgo. Esta tipología, se determina así:

- Serán aportantes calificados, aquellos que al momento de realizar una inversión para adquirir valores de financiación colaborativa, cumplan con uno o más de los siguientes requisitos:
  - Un patrimonio igual o superior a diez mil (10.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV).
  - Ser titular de un portafolio de inversión en valores, distintos a valores de financiación colaborativa, igual o superior a cinco mil (5.000) salarios mínimo mensuales legales vigentes (SMMLV).
  - Tener la certificación de profesional del mercado como operador expedida por un organismo autorregulador del mercado de valores.
  - Tener la calidad de entidad vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia.
  - Ser un organismo financiero extranjero o una multilateral.
  
- Y como aportantes no calificados, se considerarán para efectos del decreto, aquellos que al momento de realizar una inversión para adquirir valores de financiación colaborativa, no tengan la calidad de “aportantes calificados” según lo antes descrito.

Para vincularse a una sociedad, el administrador de esta deberá exigir al aportante la información necesaria para llevar a cabo el proceso de conocimiento del cliente y el debido control del riesgo de lavado de activos y financiación del terrorismo. Igualmente, el aportante debe suscribir un formato de vinculación en el cual se advierta de manera clara y comprensible los riesgos que implica la participación en esta modalidad de financiación.

Así mismo, los aportantes deberán informar de manera oportuna a la sociedad cualquier acto que implique la transferencia o limitación de los derechos derivados de su inversión, con el fin de que estas lleven un debido control de los participantes de la financiación.

Como un mecanismo de protección adicional, y siguiendo la experiencia internacional, se establece un límite a la cantidad de recursos que podrán invertir los aportantes no calificados. En tal virtud, los aportantes que tengan esta condición no podrán ni comprometerse a invertir ni invertir a través de las sociedades de financiación colaborativa más del 20% de sus ingresos anuales o de su patrimonio, el que resulte mayor.

La determinación del límite como una fracción del ingreso o patrimonio permite, tal como ocurre en el caso de Estados Unidos y Argentina, que la participación del inversionista crezca conforme su capacidad económica sin que en todo caso pueda exponer el 100% de su ingreso o patrimonio en estos esquemas. En la medida en que la definición de aportante calificado incluye a quienes tengan un patrimonio anual igual o superior a 10.000 SMMLV, en la práctica el límite del 20% propuesto implica que la mayor inversión que podrá realizar un aportante no

calificado es de menos de USD\$545.000 a precios de hoy<sup>9</sup>, lo que está por debajo de los límites globales impuestos en otras jurisdicciones.

Se precisa que, al igual que sucede en las regulaciones internacionales estudiadas, los aportantes calificados o institucionales no tendrán limitación en su inversión en tanto que se trata de participantes que cuentan con experiencia y recursos suficientes para adelantar una revisión de los riesgos implícitos en el proyecto y en el esquema en general.

Para el control del límite de los aportantes no calificados, las sociedades deberán exigir al aportante al menos una manifestación de que los recursos que invierta o tenga invertidos en la respectiva sociedad o en otras, en conjunto, no exceden el límite mencionado del 20%.

Se establece además para efectos de información y trazabilidad, la obligación a todos los aportantes de informar a las sociedades cualquier hecho que pueda implicar la transferencia o limitación de los derechos derivados de su inversión y de hacer seguimiento a su inversión.

### **3.5. Financiación colaborativa a través de valores**

Siguiendo la experiencia internacional, los modelos de financiación colaborativa a través de valores tienen reglas simplificadas respecto del proceso de emisión y los requisitos de información en cabeza del emisor. En tal sentido, para el caso colombiano la emisión de valores de financiación colaborativa implica la realización de una oferta pública de valores con sujeción al cumplimiento de reglas particulares que simplifican el proceso de emisión tales como la eliminación de la inscripción del emisor o del respectivo valor en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE.

En el caso de los valores de financiación colaborativa representativos de deuda que se emitan, no requerirán representante legal para sus tenedores, ni estarán sujetas a los requisitos establecidos en la Parte 6 del Decreto 2555 de 2010 para la emisión de bonos o papeles comerciales.

Por otra parte se considera necesario aclarar que si bien los valores de financiación colaborativa solo podrán emitirse en sociedades de financiación colaborativa registradas en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores - RNAMV, dicho registro en ningún caso implicará la calificación ni responsabilidad alguna por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia acerca de la sociedad, ni de los receptores o emisores de los valores, ni sobre la bondad de la respectiva emisión de valores.

Igualmente se propone que las sociedades tengan el deber de suministrar al mercado previo a la emisión de los valores, información relevante para el aportante, dentro de la cual están los

---

<sup>9</sup> El 20% de un patrimonio de 9.999 SMMLV equivale a \$1.562 mil millones, que expresado en dólares resulta ser USD\$544.799 con una TRM de \$2.868. Un aportante que tenga un patrimonio anual igual o superior a los 10.000 SMMLV será considerado como un aportante calificado y por tanto no tendrá límite.

datos respecto al receptor y su proyecto productivo, copia del acta de la asamblea general de accionistas o junta de socios donde se autoriza la emisión de los valores, información sobre la existencia o no de garantías que respalden la emisión para el caso de valores de financiación colaborativa de deuda y la advertencia de que ni el emisor ni los valores se encuentran inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE y en consecuencia, no es viable su traslado o negociación en el mercado principal de valores ni en el Segundo Mercado.

Se precisa que el suministro de información respecto de los valores de financiación colaborativa es responsabilidad exclusiva de la sociedad en la que se emitan los respectivos valores, estas deberán encargarse de suministrar la información que considere relevante a la hora de tomar decisiones de inversión, por ejemplo, deberá publicar si los valores cuentan o no con derecho de preferencia o si son nominativos o al portador. No obstante, la inexactitud, falsedad u omisiones en la divulgación de información de los valores, será responsabilidad de los emisores o receptores de los proyectos productivos financiados quienes finalmente son los llamados a suministrar a la sociedad los datos y contenidos que se divulguen al mercado.

Frente a la circulación de los valores, se propone que una vez emitidos y colocados, los aportantes podrán enajenarlos o disponer de ellos según las normas mercantiles que les resulten aplicables. En ningún caso, dicha circulación posterior a la emisión se llevará a cabo en los mecanismos electrónicos administrados por las sociedades, sin perjuicio de la información que según el decreto, debe ser suministrado a estas entidades para la trazabilidad de dicha circulación.

En todo caso, para la circulación de los valores, será requisito de información que quien transfiere el valor se encuentre previamente inscrito como propietario o tenedor del valor en un registro de traspasos de los valores que debe llevar la sociedad de financiación colaborativa. Esto también implica que debe informarse a dichas sociedades, cualquier situación o evento que limite la propiedad de los respectivos valores. La responsabilidad del suministro de la información, será del emisor en consecuencia con su rol de administrador del libro de accionistas o de tenedores.

Por otra parte, se considera necesario aclarar que la colocación, adquisición o enajenación de valores de financiación colaborativa no constituyen operaciones de intermediación en el mercado de valores y en consecuencia, se efectuarán directamente entre las sociedades y los aportantes titulares de los mismos, o entre estos, según el caso.

Frente a la cancelación de los valores de financiación colaborativa representativos de capital, se realizará conforme el régimen societario aplicable al correspondiente emisor. Respecto a los valores de financiación colaborativa representativos de deuda, su cancelación se llevará a cabo en los términos previstos por el receptor para su redención acorde con el respectivo proyecto productivo.

Se determina que para la emisión, circulación, cancelación o cualquier otro acto relacionado con los valores de financiación colaborativa, se deberá acudir exclusivamente a las normas establecidas en el Libro que se crea con el decreto.

#### **4. Comentarios**

Los principales aspectos expuestos sobre el proyecto de decreto en la etapa de publicación para comentarios del público recibidos en la Unidad de Regulación Financiera, están relacionados con:

- Regulación de otras modalidades de crowdfunding como de donación o recompensa: sobre el particular, debe recordarse que el alcance de las facultades del Gobierno Nacional utilizadas para la expedición del decreto, están circunscritas a la regulación de aquellas modalidades que configuran actividad financiera. En tal sentido, la norma no está llamada a reglamentar otro tipo de modalidades, ni a prohibirlas de manera expresa.
- Frente a los artículos 2.35.6.1.1. y siguientes, se señala que la prohibición establecida respecto a que los aliados que se mencionan, sean empresas vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia impide generar eficiencias entre alianzas que puedan llevarse justamente entre este tipo de entidades. Sobre el particular, es importante destacar que el decreto no prohíbe las relaciones que hoy las normas financieras viabilizan entre entidades vigiladas y que las mismas pueden ser llevadas a cabo conforme lo habilita el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.
- Varios comentarios realizados al proyecto de norma, están relacionados con la no restricción de las entidades habilitadas para la administración de plataformas de financiación colaborativa, a aquellas que tengan la calidad de sociedad anónima. Sobre el particular, debe tenerse en cuenta que este tipo societario es requisito establecido por el artículo 53 del E.O.S.F. para todas aquellas entidades bajo la supervisión de la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Se señala así mismo que los límites establecidos por aportantes son bajos y que deben ser ampliados. Así también se indica que el límite debe existir sin importar el número de proyectos que gestione cada uno de los receptores. Sobre el particular, el decreto reformula el esquema de límites planteados inicialmente en el proyecto publicado para comentarios e incluso, suprime la limitación existente relacionada con la imposibilidad de tener o financiar un mismo proyecto en varias plataformas.
- También se indicó en los comentarios, que deberían establecerse las situaciones que se configuran como conflictos de interés. Sobre el particular señalamos que la norma señala que la plataforma debe establecer los criterios para identificar, administrar, revelar y resolver los conflictos de interés que se presenten, sin que se enumeren dichos conflictos de

interés, pues corresponden a eventos generalmente impredecibles y difícilmente identificables de manera precisa, adecuada y completa desde la regulación.

## 5. Bibliografía

Accenture (2016) Fintech and the evolving landscape: landing points for the industry.

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

Decreto Único 2555 de 2010.

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

IOSCO (2015) Crowdfunding: 2015 survey responses report. FR 29.

CGAP (2017) Crowdfunding and financial inclusion. Working Paper.

Banco Mundial (2013) Crowdfunding's Potential for the Developing World.

FSB (2017) Fintech credit: Market Structure, business models and financial stability implications. Committee on the Global Financial System.

URF (2017) Estrategia Nacional de Inclusión Financiera.

URF (2016 (b)) Alternativas de regulación del crowdfunding. Documento de consulta.

Universo Crowdfunding, (2016) “Informe anual del crowdfunding en España 2016”, [https://www.universocrowdfunding.com/wp-content/uploads/UC\\_Informe-AnualCF\\_en-Espa%C3%B1a-2016\\_def.pdf](https://www.universocrowdfunding.com/wp-content/uploads/UC_Informe-AnualCF_en-Espa%C3%B1a-2016_def.pdf)