

03

CROWDFUNDING Y EL FINANCIAMIENTO DE PYME EN COLOMBIA

Humbolth Antonio Pesca Gómez*

Fecha de recepción: 12 de septiembre de 2016

Fecha de aprobación: 16 de noviembre de 2016

Fecha de publicación: 6 de enero de 2017

RESUMEN

La financiación colectiva, alternativa o crowdfunding se ha catalogado como un fenómeno tecnológico, social y de emprendimiento, de muy rápido crecimiento en el sector de los servicios financieros y se proyecta como una alternativa a los servicios bancarios ofrecidos por la banca tradicional. Uno de los aspectos más destacables de este modelo financiero alternativo crowdfunding, es que es innovador, tanto en términos de modelos de negocio y de plataformas tecnológicas. Estos modelos operan exclusivamente en línea, en sitios web y se han diseñado de acuerdo a las necesidades del cliente y del inversor. Es una forma de respuesta a la coyuntura económica que se vive en el mundo, representada en el recorte de las fuentes de financiamiento a las Pyme, presentándose como una excelente alternativa en la obtención de recursos para el financiamiento de sus proyectos. Con este trabajo se busca entender el potencial de los modelos crowdfunding, como vehículo de financiación necesario para las Pyme.

Palabras clave: Crowdfunding, peer to peer (P2P), crowdlending, redes sociales.

JEL: E44, O16, L26

ABSTRACT

The collective, alternative financing or crowdfunding has been catalogued as a technological, social and entrepreneurial phenomenon of very rapid growth in the financial services sector and is projected as an alternative to the banking services offered by traditional banks. One of the most outstanding aspects of this alternative business crowdfunding model is that it is innovative, both in terms of technological platforms and business models. These models operate exclusively online, on web sites and have been designed according to the needs of customer and investor. This new business model is a form of response to the economic situation that exists in the world, represented in cutting sources of financing to SMEs, presenting itself as an excellent alternative in obtaining resources to finance their projects. This work seeks to understand the potential of models crowdfunding, as a vehicle for financing necessary for SMEs.

Key words: Crowdfunding, peer to peer (P2P), crowdlending, social networks.

* Contador público, Universidad Militar Nueva Granada; especialista en contabilidad financiera internacional, Pontificia Universidad Javeriana. Consultor independiente en NIIF. <antuan105@hotmail.com>

Introducción

Este artículo hace un estudio sobre la financiación colectiva, alternativa o crowdfunding, como su caracterización, y sus diferentes modelos de negocios en aplicación. El crowdfunding o micromecenazgo es el esfuerzo financiero de muchos en un proyecto en especial; este puede ser usado por artistas, emprendedores, ONGs, personas del común y empresas ya establecidas. Los proyectos pueden ir de una causa sin interés social a convertirse en una fuente de recursos para lanzarse en el mercado público de valores. Uno de los aspectos más destacables del crowdfunding es la innovación, se puede definir en términos de modelos de negocio y plataformas tecnológicas. El lanzamiento de nuevas plataformas crowdfunding (CFPs, en sus siglas en inglés) entrará en el financiamiento de cualquier clase de activos; adicionalmente, estas plataformas web se han diseñado según las necesidades del cliente. La nueva dinámica está orientada a rediseñar sus productos y procesos para satisfacer las demandas de la era de Internet.

La crisis financiera global del año 2008 fue una de las causas para el surgimiento del crowdfunding en el mundo, un fenómeno económico tecnológico y social que ha desencadenado un movimiento alternativo o colaborativo en la obtención de recursos, diferente a los modelos instaurados en el sistema financiero. El crowdfunding podría constituir una posible solución a la falta de financiación de las pequeñas y medianas empresas, Pyme; en el desarrollo de sus operaciones o la ejecución de un nuevo proyecto. El crecimiento del crowdfunding se ha relacionado con recursos a ser donados en obras de caridad a instituciones sin ánimo de lucro o causas sociales, sin embargo esta actividad se ha desarrollado como una fuente de recursos alternativos no bancarios para las Pyme; a través de las plataformas en Internet, las redes sociales, y las comunidades en línea.

No hace mucho, el modelo crowdlending persona a persona o P2P (peer-to-peer) era considerado por entidades financieras como un nicho de mercado muy pequeño y con pocas expectativas de impactar el sistema financiero mundial. Ya la realidad hoy en día es otra; la Universidad de Cambridge (2015) sugiere que estas nuevas formas de financiación alternativas están creciendo rápidamente, y este crecimiento está comenzando a atraer a los inversores institucionales, tanto que el crowdfunding en algunos países europeos está en el punto de convertirse en una corriente principal.

La organización Massolution (2015) concluyó que el crecimiento de la industria de crowdfunding en el ámbito global, desde el punto de vista de las plataformas de crowdfunding, ha crecido a una tasa del 1.150% desde el año 2007. Esta organización reveló que en el año 2013 las plataformas de crowdfunding habían recaudado un total de US \$2.700 millones en el año 2012, en comparación con US \$1.470 millones en el año 2011 y los volúmenes totales de financiación habían llegado a US \$5.100 millones en 2013. Las estimaciones que hace el Banco Mundial (2013) son que el mercado potencial total para el año 2025 estaría alrededor de US \$96.000 millones, siendo China el principal referente.

Con respecto de este fenómeno en Colombia, se observa sobre el mismo un creciente interés. La introducción de esta nueva alternativa financiera en Colombia no ha sido fácil y se ha desarrollado a un ritmo más lento que en otros continentes como Europa o Asia. El crowdfunding hizo su aparición hacia el año 2009 financiando proyectos altruistas, recolectando donaciones para campañas ambientales, carreras educativas, proyectos de arte y cine. Esta lentitud en este proceso puede deberse a la falta de acceso de Internet, las barreras culturales y educativas, sobre los potenciales beneficios que pueden obtener las personas y las empresas. Otro aspecto importante son los diferentes tipos de crowdfunding que no se alinean con el diseño de las políticas

gubernamentales colombianas, por cuanto no se asemejan al rol tradicional de las instituciones financieras y la manera de hacer negocios.

En la actual economía colombiana, las tasas de interés elevadas son producto de la intervención en la tasa de referencia que hace el Banco de la República como parte de la política económica del país. Esto conduce a que el sistema bancario tradicional eleve sus tasas y por ende haya un encarecimiento del costo de capital para las Pyme. La sostenibilidad financiera de las Pyme en Colombia demanda financiamiento constantemente que proviene principalmente del sistema bancario como intermediario de recursos de capital, siendo para este último un negocio estratégico. Los modelos comerciales y de gestión de riesgos de préstamos para Pyme aún están relativamente subdesarrollados. El Banco Mundial (2008) determinó que la falta de acceso a la financiación se convirtió en un problema importante y lo catalogó como el segundo más importante.

Las aportaciones académicas a escala internacional sobre crowdfunding han aumentado y han tratado de describir el fenómeno, si bien en los últimos años se ha observado un fuerte incremento del número de estudios que abordan este tema, aún falta investigación. Se ha despertado un gran interés sobre la materia por parte de las universidades, instituciones financieras y organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial y organizaciones como Massolution, la Asociación Española de crowdfunding (SFC), European Crowdfunding Network, entre otras. Nuestro país carece y adolece de investigaciones que lleven a cuantificar el crowdfunding o generar un ecosistema de crowdfunding como lo está desarrollando Chile.

El objetivo de esta investigación consiste en caracterizar el fenómeno del crowdfunding e identificar cuáles modelos alternativos de financiación son posibles para las Pyme en Colombia. La metodología utilizada en este escrito consistió en revisar informes del sector de la industria de crowdfunding, para analizar en detalle los modelos de negocios en financiación alternativa. La organización Massolution apoyó esta investigación donando el último informe anual denominado "2015CF Crowdfunding Industry Report". A manera de conclusión, se podría mencionar que el auge de la financiación colaborativa se debe al interés del público, la globalización, las crisis económicas y sociales. Estos factores han potenciado su crecimiento, llevándolo a convertirse en un modelo de negocios interesante, no solo para las causas sociales, sino como una opción para la financiación de las Pyme.

I. Definición y características de crowdfunding

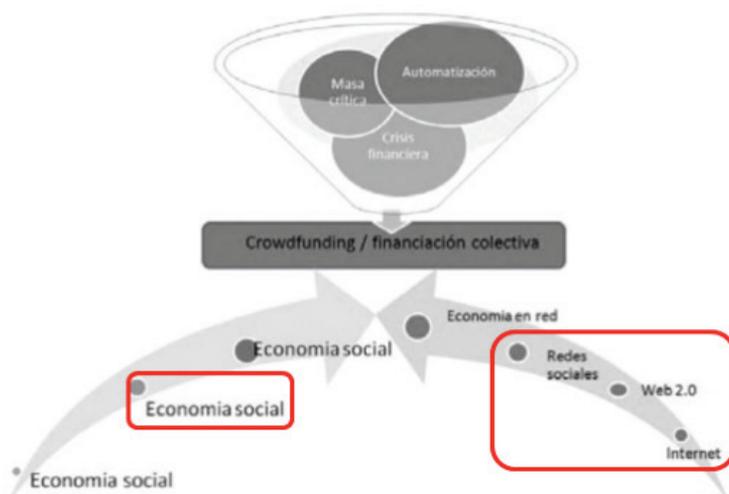
Esta palabra del idioma inglés se compone por las palabras *crowd*, que significa masas o concurrencia y la palabra *funding*, que significa financiamiento. Para Rodríguez de las Heras Ballell (2012), la globalización, las crisis sociales y económicas han sido los principales factores que han facilitado este fenómeno llamado financiación colectiva o alternativa y que este haya cambiado el panorama del modelo de economía global. El modelo actual basado en la acumulación de la riqueza ha evolucionado en un modelo de un ecosistema de financiación alternativa. Zunzunegui (2015) señala que:

El crowdfunding consiste en la oferta de recursos financieros o préstamos para financiar un proyecto en Internet y constituye un mecanismo de canalización directa del ahorro a la inversión productiva complementario al que tiene lugar a través de las bolsas y demás mercados regulados.

El modelo de crowdfunding nació de la palabra crowdsourcing, término del inglés crowd (masa) y sourcing (externalización), un medio de producción colectivo sin ninguna forma material. Este concepto lo ideó Jeff Howe, en su artículo "The Rise of Crowdsourcing" (2006). Según Dresner (2014), el crowdfunding permite realizar buenas ideas y está mucho mejor relacionado con sectores de la sociedad en línea. Rivera (2012) establece que el fenómeno del crowdfunding obedece a factores que se asocian y se hacen visibles (ver gráfico 1). Dichos factores son:

- ⇒ Internet va evolucionando hacia la interactividad, la participación, las redes sociales y la economía en red.
- ⇒ El aumento de la economía social, sobre todo el modelo cooperativo.
- ⇒ Hay un aumento de redes de intercambio, como bancos de tiempo, de favores, monedas locales, asociaciones.
- ⇒ Crisis internacionales.

Gráfico 1. Factores del crowdfunding



Fuente: Crowdfunding La eclosión de la financiación colectiva, un cambio tecnológico, social y económico. Rivera (2012).

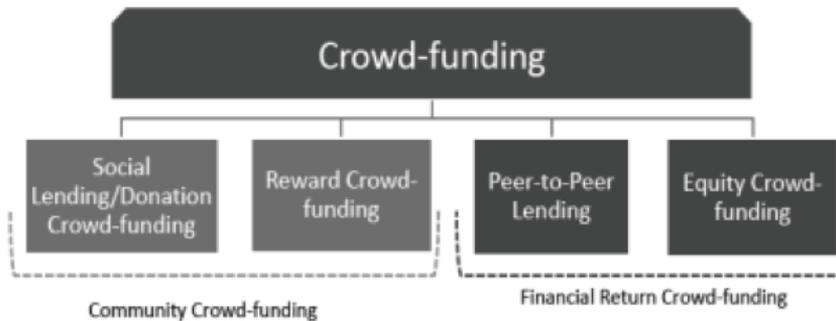
Del anterior modelo propuesto por Rivera (2012), se puede extraer que el crowdfunding contiene esencialmente tres características, como lo describió Rodríguez de las Heras Ballell (2012): Primero, la base comunitaria y en masa que permite agrupar esfuerzos, recursos e ideas. Segundo, el objetivo principal pero no único de obtener financiación para un proyecto bajo esquemas jurídicos y económicos muy distintos. Tercero, el empleo de la tecnología que permite la interacción e intermediación electrónicas para canalizar la aportación de ideas, recursos y fondos y la interacción en red dirigida a apoyar conjuntamente proyectos, esfuerzos e iniciativas de individuos, organizaciones o empresas.

II. Modelos de crowdfunding, plataformas y campañas

Borello, De Crescenzo, & Pichler (2015) sugieren que los modelos de crowdfunding pueden ser clasificados como una comunidad de financiación colectiva o una comunidad que espera una

rentabilidad financiera. Estos dos puntos de vista difieren sobre si hay un retorno a los patrocinadores o no. La comunidad de financiación colectiva incluye las donaciones y las recompensas (social lending/donation), mientras que el modelo de financiación que persigue la rentabilidad financiera se refiere a modelos de préstamos y participación accionaria (peer-to-peer, lending y equity crowdfunding) (ver gráfico 2).

Gráfico 2. Tipos de modelos de crowdfunding



Fuente: Kirby and Worner, 2014, p. 8 (citado por Borello et al., 2015).

La Asociación Española de crowdfunding (SFC), una organización que fomenta el desarrollo del crowdfunding, clasifica los modelos de crowdfunding por: recompensa, donación, inversión, préstamo (ver tabla 1).

Tabla 1. Tipos de crowdfunding por modelo

Tipos	Recompensa	Donación	Inversión	Préstamo
Contraprestación	Producto	Satisfacción	Una acción o participación de la empresa o compromisos sobre beneficios	El préstamo más un % del tipo de interés sobre el préstamo
Financiador/a	Mecenas	Donante	Inversor	Prestamista
Otra denominación del tipo de crowdfunding	Reward-based crowdfunding	Donation-based crowdfunding	Equity crowdfunding	Crowdlending

Fuente: Spain Crowdfunding (2016).

Crowdfunding de recompensa

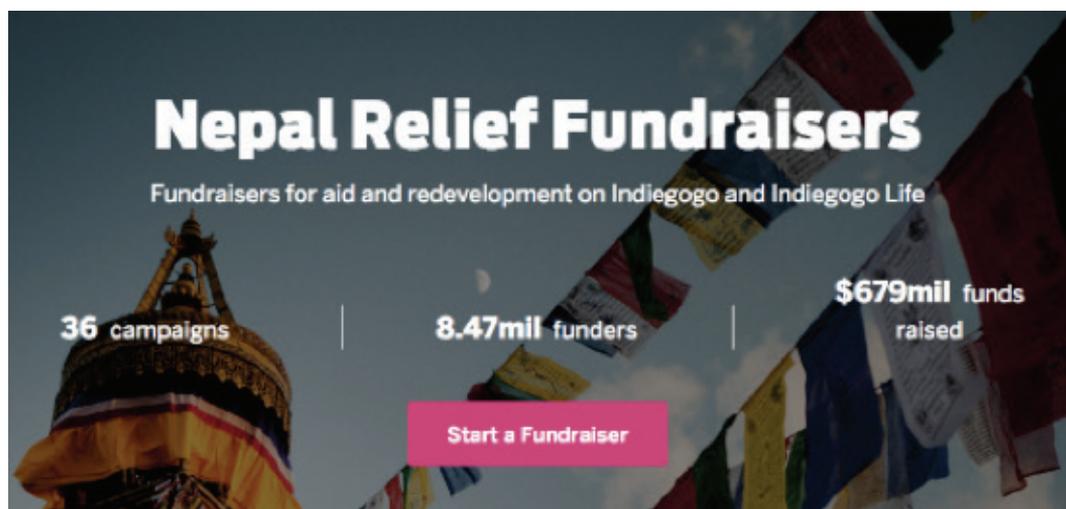
Previati, Galloppo & Salustri (2015) definen el crowdfunding de recompensa (reward based crowdfunding en inglés), como el modelo que puede usarse para prestar ayuda financiera

a las Pyme, proyectos creativos, culturales y para la precomercialización de productos. Los responsables de los proyectos ofrecen a las personas que aportan financiación una recompensa de valor simbólico. De hecho, el crowdfunding de recompensa se utiliza cada vez más para lanzar nuevos productos o mejorar los existentes en asociación con clientes actuales o potenciales, como por ejemplo: la validación de las características del producto, la segmentación del mercado, el precio y la demanda, las pre-ventas y comentarios de los clientes, marketing boca a boca y consolidar presupuestos de ingresos.

Crowdfunding de donación

En este modelo basado en la donación (donation based crowdfunding, en inglés) no existe ninguna contraprestación para las personas que financian el proyecto, sino la satisfacción de haber participado en la campaña (Asociación Española de crowdfunding, 2016). Estas propuestas son de tipo solidario o altruista, como causas humanitarias o causas personales, por ejemplo: aportaciones caritativas en dinero a la Cruz Roja Internacional, Naciones Unidas o una organización no gubernamental (ONG). Un ejemplo fue la campaña para ayudar a Nepal tras los terremotos sufridos en esa nación en 2015. La plataforma de crowdfunding Indiegogo contó con la participación de 8.470 donantes, alcanzando un recaudo de US \$679.000 (ver gráfico 3).

Gráfico 3. Campaña para recaudar fondos para Nepal



Fuente: Acconcia (2016).

Crowdfunding financiero

En este modelo de financiación alternativa, la financiación se concibe como una inversión. Gracia (2014) afirma:

Se promueven operaciones de inversión en las que la contrapartida no es el producto o servicio, sino los resultados económicos de la implicación del inversor en el proyecto empresarial. Mediante el equity crowdfunding el inversor puede adquirir un porcentaje de titularidad sobre derechos, acciones o participaciones del proyecto empresarial. (p.5)

Equity crowdfunding

Mediante este modelo —equity crowdfunding o inversión en el capital social—, el inversor no espera recibir un bien tangible que le satisfaga una necesidad, sino que adquiere el derecho de participar en los beneficios de la compañía. Este retorno a su inversión puede venir en forma de un porcentaje sobre acciones, dividendos o participaciones de una empresa o un proyecto empresarial (ver gráfico 4). Una característica es que quienes intervienen en estas campañas crowdfunding no serán mecenas de un proyecto o precompradores de un producto o servicio, sino que tendrán la categoría de inversores. Esto indica que participan en los beneficios como en las pérdidas.

Gráfico 4. Modelo equity crowdfunding



Fuente: Castaño (2015).

Crowdlending

El crowdlending es un modelo innovador que permite financiarse directamente por la comunidad financiera, sin acudir a los servicios de un banco u otra entidad financiera tradicional. Se orienta a compañías de cualquier índole que tengan un proyecto o un plan de negocios, que por medio de una plataforma en línea reciben préstamos directamente de muchos inversionistas particulares; donde los prestamistas particulares invierten su capital privado o ahorros y esperan que, como todo préstamo, deberá devolverse en los plazos que se establezcan, junto al tipo de interés que se acuerde entre las partes (LoanBook Capital, 2015) (ver gráfico 5).

El modelo de préstamos basados en financiación colectiva en sus siglas en inglés (lending based crowdfunding) está orientado tanto a empresas como a personas. A empresas en sus siglas en inglés se conoce como peer-to-business lending o P2B lending, mientras el modelo peer to peer, P2P lending, se especializa en préstamos entre personas que necesita financiación, como por ejemplo comprar un vehículo o reformar una casa.

Gráfico 5. Modelo crowdlending



Fuente: Castaño (2015).

Plataformas y campañas de crowdfunding

La financiación alternativa o colaborativa requiere de un soporte tecnológico, esto es, el sitio web en Internet que provea el punto de encuentro virtual entre emprendedores, empresas y personas y los inversores, colaboradores y mecenas. Zunzunegui (2015) entiende que “Las nuevas tecnologías permiten crear por Internet plataformas que ponen en contacto a los promotores de proyectos que necesitan financiación con ahorradores dispuestos a asumir un riesgo a cambio de una remuneración”. Así, el surgimiento de las plataformas de financiación participativa (PFP) o (CFP)¹, por sus siglas en inglés, como también se les conoce, ponen en contacto a promotores de proyectos con inversores. Esta intermediación entre las partes se ha expandido no solo como un vehículo para la financiación participativa sino como la profundidad que puede tener un mercado en transacciones e instituciones. En el mundo se estima que más de 1.200 plataformas interactúan con la población online.

La parte del marketing y difusión se efectúa mediante una campaña de crowdfunding. Las campañas se pueden materializar en diversos proyectos, por ejemplo, proyectos artísticos o culturales, innovación tecnológica o empresariales para Pyme. Las campañas de crowdfunding pueden ser con o sin ánimo de lucro. Vien (2015) menciona que las campañas de crowdfunding impulsan a las Pyme, y que las empresas están usando las campañas como un enfoque para sus negocios.

Para que una campaña sea exitosa, debe cumplir con ciertos parámetros que esta industria requiere:

- ⇒ Enviar un mensaje sencillo pero conciso sobre el proyecto.
- ⇒ Identificar al público objetivo al cual va a llegar la campaña.
- ⇒ El uso de las redes sociales, blogs y páginas web interesadas en el proyecto.
- ⇒ La cantidad de recursos que se requiere el proyecto para fondearlo.
- ⇒ Escoger el perfil de la plataforma para que vaya en dirección al proyecto.

Un ejemplo es la firma Geo Orbital Wheel; esta compañía lanzó una campaña en la plataforma crowdfunding Kickstarter sobre su producto: una rueda colocada en una bicicleta que con el movimiento se recarga a sí misma. Este producto innovador recolectó US \$864.000 en tan solo 22 días desde su lanzamiento en mayo de 2016, con un total de 1.147 inversores. La campaña ofrece recompensas dependiendo del monto aportado por cada inversionista desde camisetas, descuentos o el producto en sí mismo.

Relación de modelos crowdfunding y la obtención de recursos para la Pyme

DeBuysere, Gajda, Kleverlaan & Marom (2012) enuncian otros modelos, más orientados a la financiación de la Pyme, por cuanto pueden ofrecer un soporte para los planes de negocios. A saber estos son:

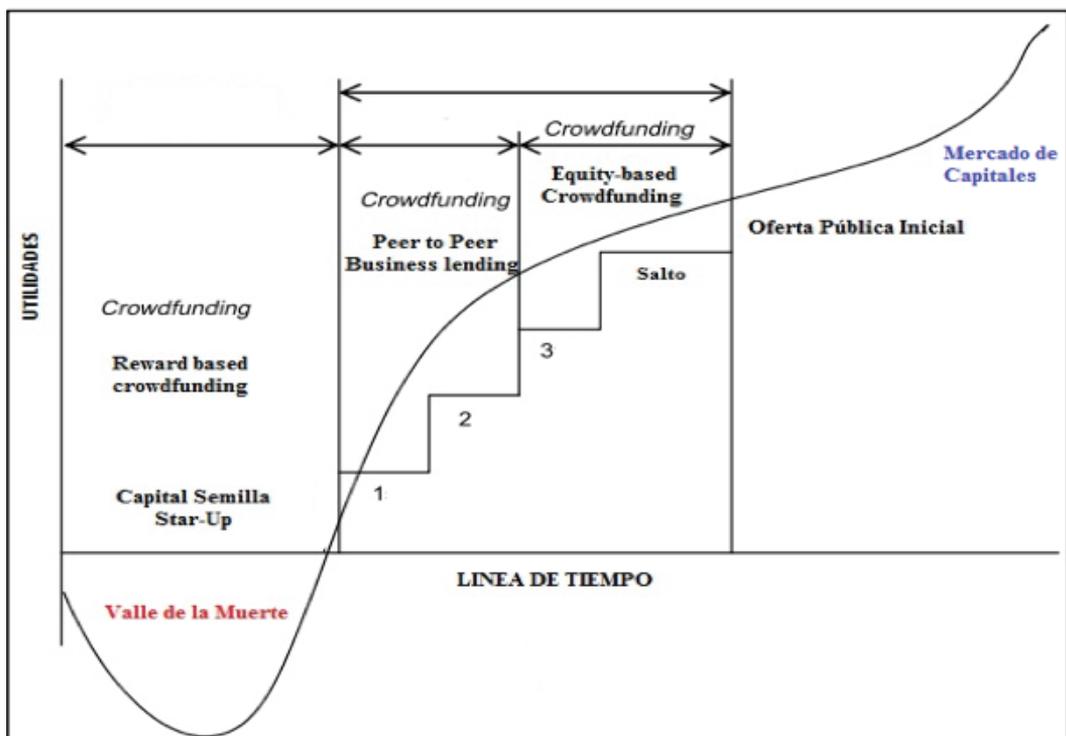
- ⇒ Modelo basado en recompensas (reward-based crowdfunding).
- ⇒ Modelo préstamos comerciales (peer to peer business lending).

¹ CFP: crowdfunding platforms

- ⇒ El modelo factura comercial (invoice trading).
- ⇒ Modelo inversión en el capital social (equity-based crowdfunding).

Estos modelos se podrían aplicar en el entorno empresarial para financiar a las Pyme de cualquier país. El modelo de Cumming & Johan (2009) (ver gráfico 6) da una referencia de cómo es el proceso para ubicar la Pyme dentro de una línea de tiempo con respecto a los modelos de crowdfunding. Así, dependiendo de su estrategia de negocios una Pyme puede evaluar qué modelo de crowdfunding puede optar. Por ejemplo, el modelo basado en recompensas (reward-based crowdfunding) podría usarlo en la etapa inicial con el fin de recaudar fondos y testear proyectos. A su vez, si la Pyme opta por el modelo préstamos comerciales (peer to peer business lending), suaviza las fluctuaciones de ingresos y gastos, proporcionándole los fondos para la expansión de los negocios, la producción y otras actividades. El modelo factura comercial (invoice trading) permite a la Pyme obtener recursos para capital de trabajo. Y, por último, el modelo inversión en el capital social (equity-based crowdfunding) ofrece una alternativa para obtener capital a largo plazo. En este punto, una Pyme podría optar por implementar una oferta pública inicial (OPI) de acciones en el mercado público de valores en Colombia o en el exterior.

Gráfico 6. Etapas para el uso del modelo crowdfunding



Fuente: Elaboración propia, basado en el modelo Cumming & Johan (2009)

III. El crowdfunding en el ámbito mundial

Una vez analizado los modelos de crowdfunding, sus características y componentes, en esta sección se expone el impacto que ha tenido este fenómeno desde el punto de vista legal como financiero. Según Cuesta et al. (2014), el crowdfunding ha experimentado un gran desarrollo a

nivel global en los últimos años, debido a la conjunción de tres fuerzas fundamentales: primera, las movilizaciones de oferta y demanda propiciadas por el escenario de crisis económica; segunda, al avance de las telecomunicaciones y tercera, la tecnología en la era digital. A esto se suma la ausencia de un marco regulatorio específicamente definido y orientado a estos modelos de negocios. El marco legal ha sido uno de los aspectos más preocupantes para el fortalecimiento y desarrollo, ya que muchos países, incluyendo a Colombia, no tienen un marco regulatorio. En tal sentido, los esfuerzos se han centrado en países anglosajones y europeos donde estos modelos están financiando un amplio espectro en las actividades económicas, con repercusiones en cuanto el número de plataformas, la distribución geográfica de los participantes y números de campañas realizadas con éxito.

Marco legal en Norteamérica, Latinoamérica y Europa

Los modelos de crowdfunding, en especial el modelo financiero o de inversión, chocan con las normas y regulaciones en los diferentes países. La jurisprudencia financiera busca la protección del usuario o consumidor, el fomento y regulación del crédito e instrumentos financieros y la aplicación de las normas en el lavado de activos y financiación del terrorismo. Un avance significativo en la regulación de los modelos de crowdfunding en los Estados Unidos fue la ley "Jumpstart Our Business Startups" o JOBS Act del año 2012, creada con el propósito de reactivar la creación de nuevas empresas (start-ups); promocionar fondos a las Pyme de ese país, luchar contra el desempleo y generar un marco regulatorio del crowdfunding. En primera instancia, el gobierno de los Estados Unidos abrió un panorama interesante con esta ley, permitiendo a las pequeñas y medianas empresas SME (Small business Enterprise) aprovechar los modelos de crowdfunding. En segunda instancia, utilizar y fortalecer la tecnología, por ejemplo el Internet, como una herramienta o plataforma para la recaudación de fondos de miles de donantes e inversionistas. Tanto las plataformas crowdfunding como los inversores y mecenas, están sujetos a la supervisión de la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC).

El informe de Cuesta et al. (2014) revela que en los países latinoamericanos no se ha establecido una regulación específica para las plataformas de crowdfunding financiero. En este sentido, las diferencias regulatorias y las restricciones normativas entre los países son determinantes a la hora de permitir o no el desarrollo de las plataformas del crowdfunding, en especial el financiero. Esto se debe a que las regulaciones están enmarcadas en los instrumentos financieros que se negocian en el mercado público de valores de cada país.

En México, Brasil y Chile, el marco legislativo, aunque incierto en algunos casos, ha permitido el surgimiento de plataformas con este modelo de negocio, pero sometidas a ciertas limitaciones. En México, el equity crowdfunding está restringido a inversores calificados conforme a la Ley del Mercado de Valores, para lo cual deben haber mantenido un nivel mínimo de inversiones en el último año o haber tenido ingresos superiores a cierto nivel en los dos últimos años (Cuesta et al., 2014).

En la tabla 2 se muestran los principales avances en la regulación sobre crowdfunding financiero en países en donde se habido un auge muy significativo en volúmenes de financiamiento de este modelo.

Tabla 2. Avances regulatorios en Estados Unidos y Europa

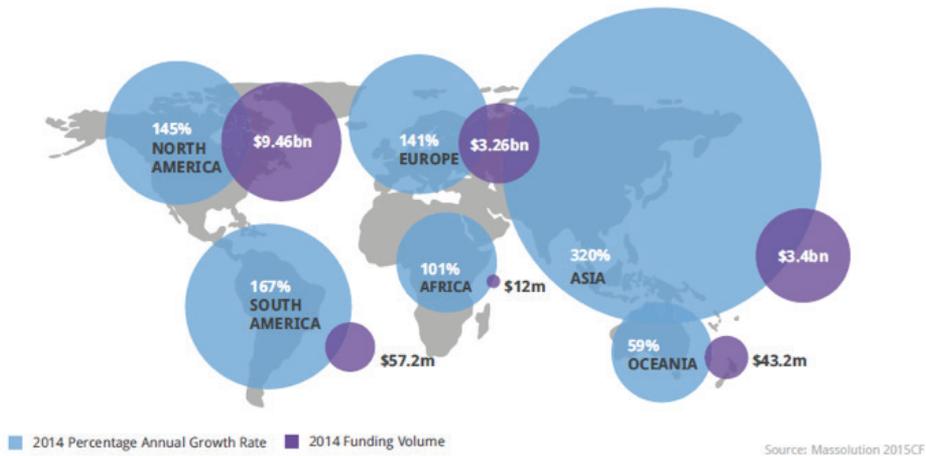
País	Modelo de plataforma	Novedades regulatorias en el último año
Estados Unidos (septiembre 2013)	Equity	Se autoriza el anuncio público de emisiones de capital a través de plataformas. Pendiente de aprobación: participación (con límites) de inversores no acreditados.
Reino Unido (abril 2014)	Crowdlending	Las plataformas pasan a estar bajo la supervisión de la FCA y deben tener un capital mínimo en función del volumen de préstamos.
	Equity	Restricción del tipo de clientes a los que pueden realizar ofertas directas.
Francia (mayo 2014)	Crowdlending	Creación de un registro oficial específico.
		Límites a emisores e inversores.
	Equity	Creación de un registro oficial específico. Límites a los emisores.
Alemania (julio 2014)	Préstamos subordinados con participación en los beneficios	Se incluyen bajo la norma de productos de inversión, pero se establece una excepción (con regulación más laxa) para emisiones inferiores a ciertos límites.
España (2014)	Crowdlending y equity	Inscripción en la CNMV, con implicación del Banco de España en el caso del crowdlending.
		Límites a emisores e inversores.
Italia (junio 2013)	Equity	Las plataformas deben ser autorizadas por la CONSOB.
		Las empresas deben ser consideradas "innovadoras" para poder emitir capital a través de las plataformas.
		Regulación más laxa si no se superan ciertos límites de colocación por inversor. Al menos el 5% de los inversores deben ser profesionales.

Fuente: Cuesta et al. (2014).

Crecimiento de la industria crowdfunding en el mundo

En términos del crecimiento de la industria y al tratarse de un fenómeno novedoso y sin requerimientos de información, es difícil encontrar datos estadísticos. Según Massolution (2015), al señalar las cifras de crecimiento de la industria para el año 2014, revela que el volumen de financiación colectiva en todo el mundo alcanzó los US \$16.200 millones, reflejando una tasa de crecimiento anual del 167%; ello frente al incremento del 125% de crecimiento experimentado en el año 2013. Por volumen de financiamiento se destaca Norteamérica con US \$9.460 millones con una tasa de crecimiento con respecto al año anterior del 145%. Por tasa de crecimiento, la región asiática muestra un crecimiento del 320%. En el segundo lugar está Suramérica, con una tasa del 167%, exhibiendo un nivel de financiamiento superior a otros continentes como África y Oceanía (ver gráfico 7).

Gráfico 7. Tasas de crecimiento mundial y volumen de financiación por región²

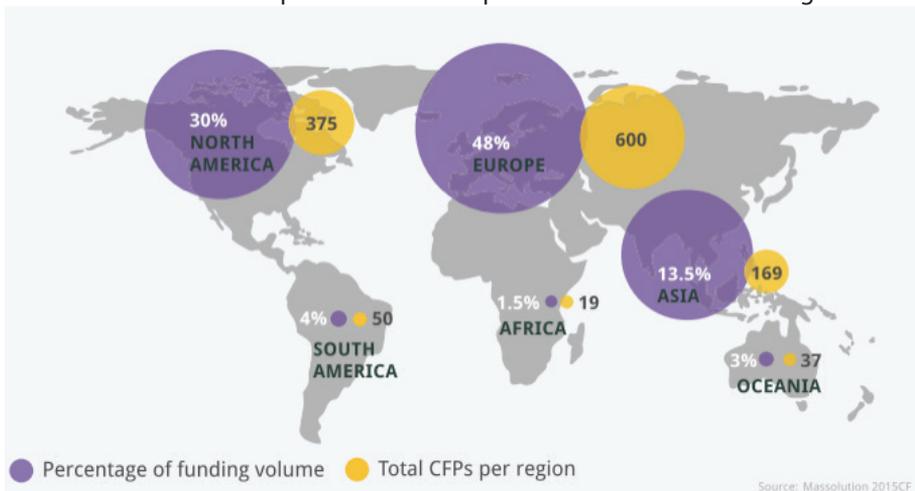


Annual 2014 percentage growth rates and funding volume by region in USD

Fuente: Massolution (2015).

Analizando el crecimiento por modelos de crowdfunding, este está asociado al número de plataformas que operan en todo el mundo por cada modelo de negocios. Para el año 2014 se observa en Norteamérica un porcentaje de crecimiento de las plataformas del 30% con 375 plataformas de crowdfunding (CFPs), en contraste con Europa que alcanza el 48%, siendo el continente donde existen mayor número de plataformas, 600. En América del sur, el crecimiento es del 4% con un total de 50 plataformas. En Asia alcanza un 13.5%, representadas en 169 plataformas; mientras que África y Oceanía llegan a 1.5% y el 3%, con 19 y 37 plataformas respectivamente.

Gráfico 8. Mapa mundial de las plataformas de crowdfunding



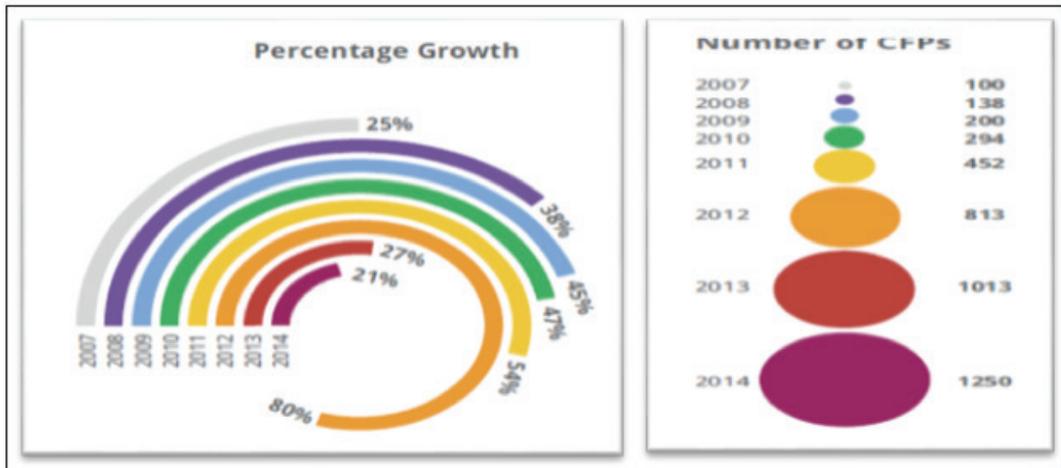
Global distribution of CFPs by Region (1,250 CFPs total as of Dec '14)

Fuente: Massolution (2015).

² El gráfico está expresado en billones de dólares, pero en el trabajo se expresa en millones de dólares.

Sin embargo, el crecimiento en número de las nuevas plataformas de crowdfunding muestra una desaceleración con respecto al total de las plataformas; esta situación se atribuye principalmente a la percepción de recesión la economía mundial. Massolution (2015) menciona que globalmente las plataformas de crowdfunding tienen el desafío de desarrollar un modelo sostenible. Es claro que muchas plataformas no están para ganar terreno frente a las plataformas grandes, en razón a diferentes variables que operan en cada mercado. En muchas regiones del mundo continúan creciendo con fuerza, sobre todo en mercados como el Reino Unido y Francia. Entre 2007 y 2014, el número de plataformas ha crecido en un 1.150%, pasando de 100 a 1.250 plataformas globalmente.

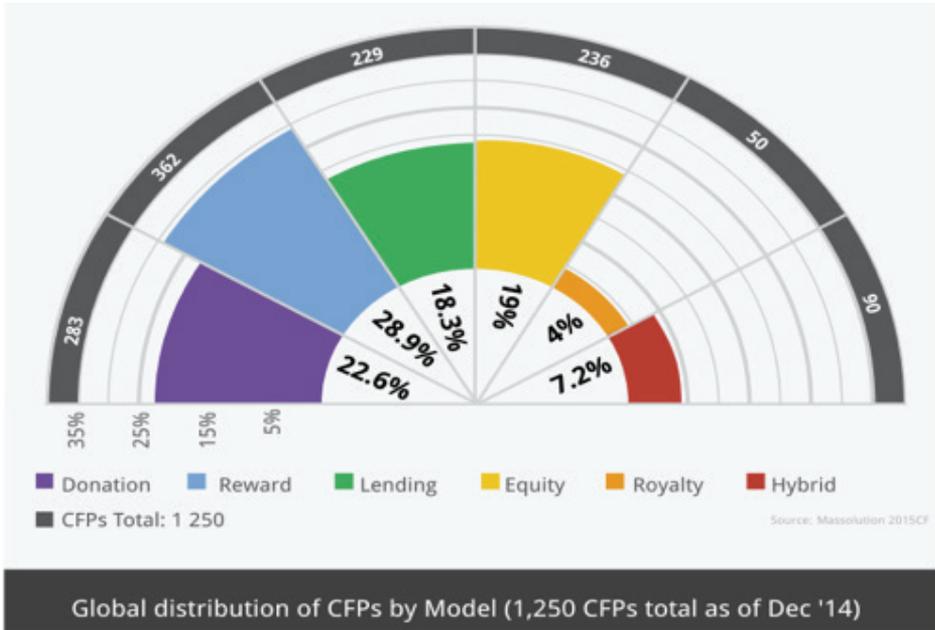
Gráfico 9. Porcentaje de crecimiento y número de plataformas 2007 a 2014



Fuente: Massolution (2015).

La financiación colectiva ha evolucionado a modelos más sofisticados acercándose a las necesidades de las partes interesadas. Las plataformas de crowdfunding (CFPs) se han enfocado a modelos que promueven nuevas experiencias y se han especializado en ciertos nichos de negocios. En diciembre de 2014 había 50 plataformas dedicadas al modelo de caridad; 229 plataformas al modelo de préstamos (lending), con una participación del 18.3%; 236 plataformas dedicadas al modelo de capital social (equity); 283 plataformas trabajando en el modelo de donación con una participación del 22.6% y finalmente dedicadas al modelo de recompensa 362 plataformas representando el 28.9% del total de plataformas en el mundo (ver gráfico 10).

Gráfico 10. Distribución global de las plataformas por modelo

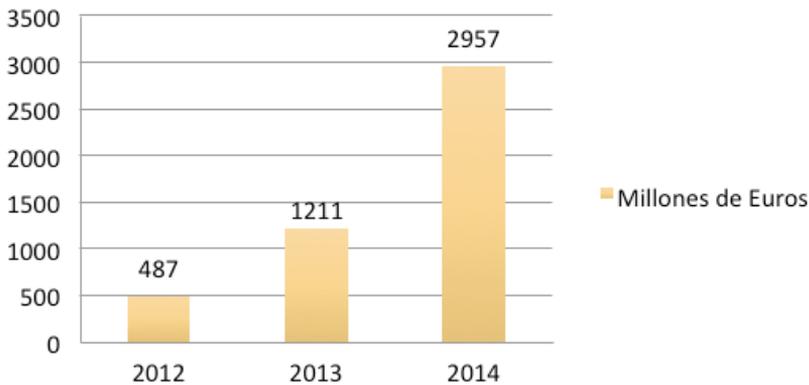


Fuente: Massolution (2015).

La Universidad de Cambridge (2015) analizó el fenómeno de la financiación colectiva o alternativa como los nuevos canales e instrumentos financieros, diferente a la banca y mercados financieros tradicionales. Los hallazgos de este informe de financiación colectiva en Europa determinaron que las nuevas formas de financiación alternativa están creciendo a una tasa exponencial, atrayendo al público en general e inversionistas institucionales.

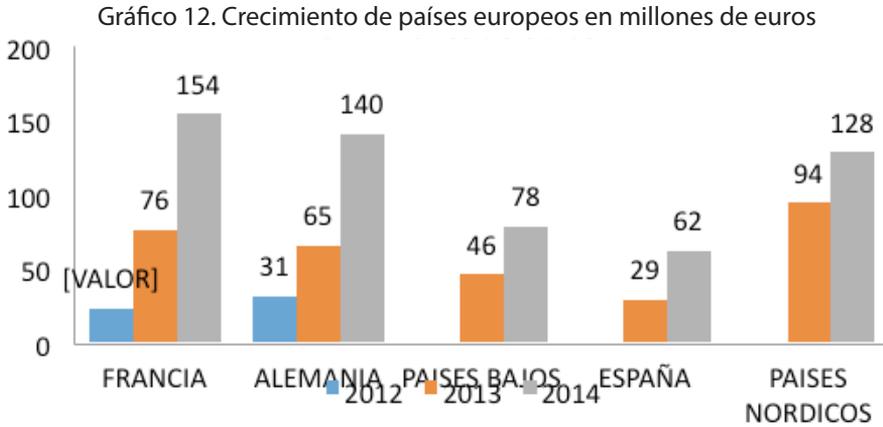
Este primer estudio de benchmarking en Europa reveló que el mercado de financiación colectiva o alternativa creció desde el año 2012 de €87 millones a €2.957 millones para el año 2014, alcanzando una tasa de crecimiento del 507% (ver gráfico 11).

Gráfico 11. Tamaño y crecimiento crowdfunding en Europa 2012-2014



Fuente: Elaboración propia con datos de la Universidad de Cambridge (2015).

La tasa de crecimiento en Europa entre los años 2013 y 2014 fue del 144%, siendo el Reino Unido el líder con €2.337 millones. La Asociación Española de crowdfunding estima que para el año 2015 podría alcanzar los €7.000 millones. Francia en el año 2014 tiene la segunda mayor industria en financiación alternativa, con €154 millones creciendo a una tasa del 103%. Alemania con respecto al año 2013 creció a una tasa del 115%, es el tercer mayor con €140 millones. Los países nórdicos (Dinamarca, Finlandia, Suecia, Noruega e Islandia) están creciendo a una tasa del 36% con €107 millones; los Países Bajos alcanzaron los €78 millones a una tasa del 70% y España con €62 millones, creció a una tasa del 114% entre 2013 y 2104 (ver gráfico 12).



Fuente: Elaboración propia con datos de la Universidad de Cambridge (2015).

Se observa que los modelos crowdfunding con más crecimiento en Europa son préstamos a empresas y Pyme, con una tasa del 272%; seguido por el modelo reward-based crowdfunding o crowdfunding de recompensa con 127%; equity-based crowdfunding con una tasa del 116% y el modelo peer-to-peer business lending o préstamos a personas con una tasa del 113%. La tasa media de crecimiento de todos los modelos es el 157% (ver gráfico 13).

Gráfico 13. Tasa media de crecimiento crowdfunding 2012-2014 en porcentaje

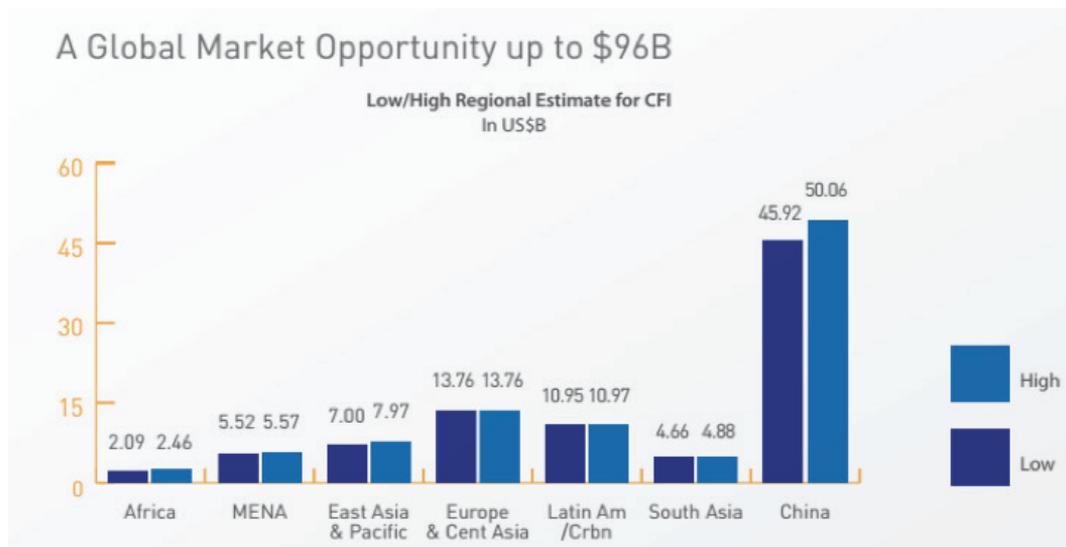


Fuente: Elaboración propia con datos de la Universidad de Cambridge (2015).

Tendencias y predicciones en la industria crowdfunding

Según InfoDev (2013), la tasa de crecimiento del crowdfunding y su irrupción tanto en los países desarrollados como en aquellos países en desarrollo sugiere que este fenómeno puede convertirse en una herramienta dentro del ecosistema de innovación de la mayoría de ellos. La estimación que hace el Banco Mundial es que el mercado potencial para el año 2025 será de US \$96.000 millones, siendo China el principal referente (ver gráfico 14).

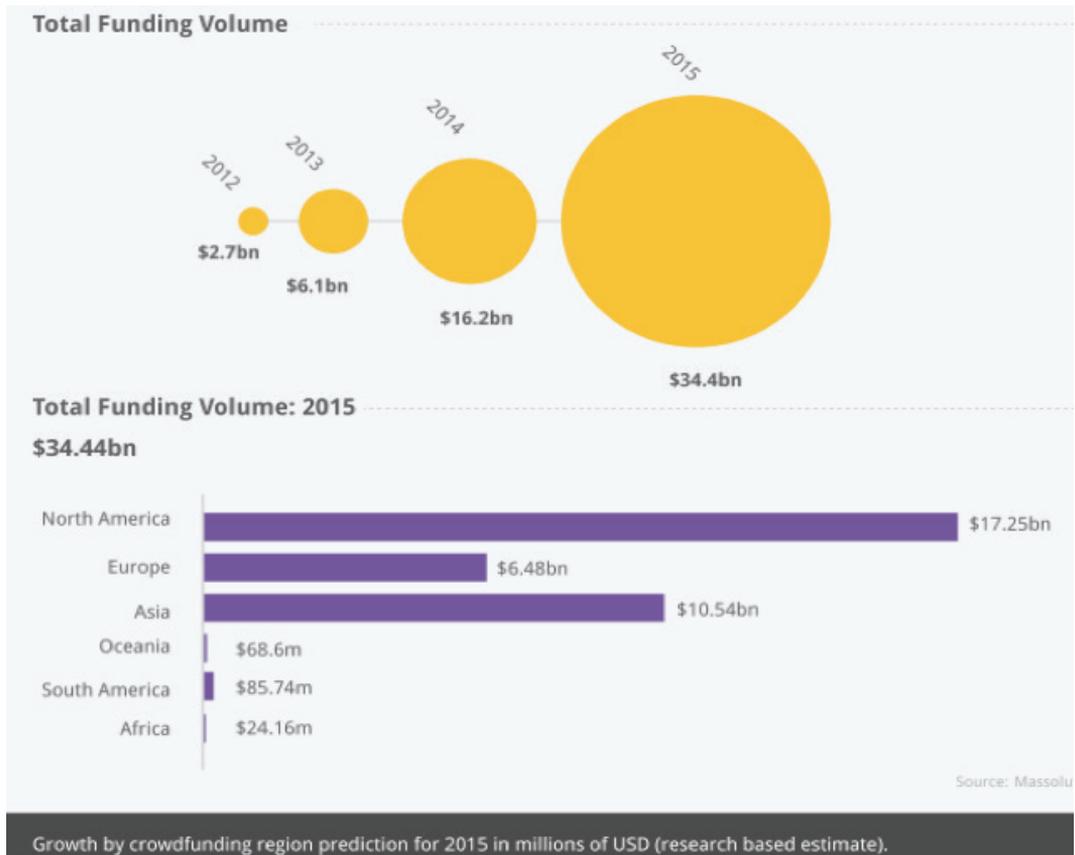
Gráfico 14. Potencial por región según InfoDev (2013)



Fuente: InfoDev (2013).

Las anteriores graficas muestran cómo se ha suscitado un interés económico por esta nueva industria. Según Massolution (2015), la tendencia sugiere que la actividad siga creciendo en cuanto el nivel de fondos administrados y gestionados por las plataformas CFPs. El volumen de fondos financiados a nivel global puede llegar a los US \$34.000 millones para el año 2015 y se estima que los fondos se incrementarán en 112%. Se espera que la industria de crowdfunding en Norteamérica mantenga su liderazgo en términos de volumen de financiación para el año 2015 con US \$17.250 millones en comparación con Asia, que representa el segundo mercado más grande con US \$10.540 millones. Este fenómeno estará principalmente impulsado por los préstamos crowdfunding (P2P y P2B)³ en China (ver gráfico 15).

³ P2P (peer to peer) y P2B (peer to business).

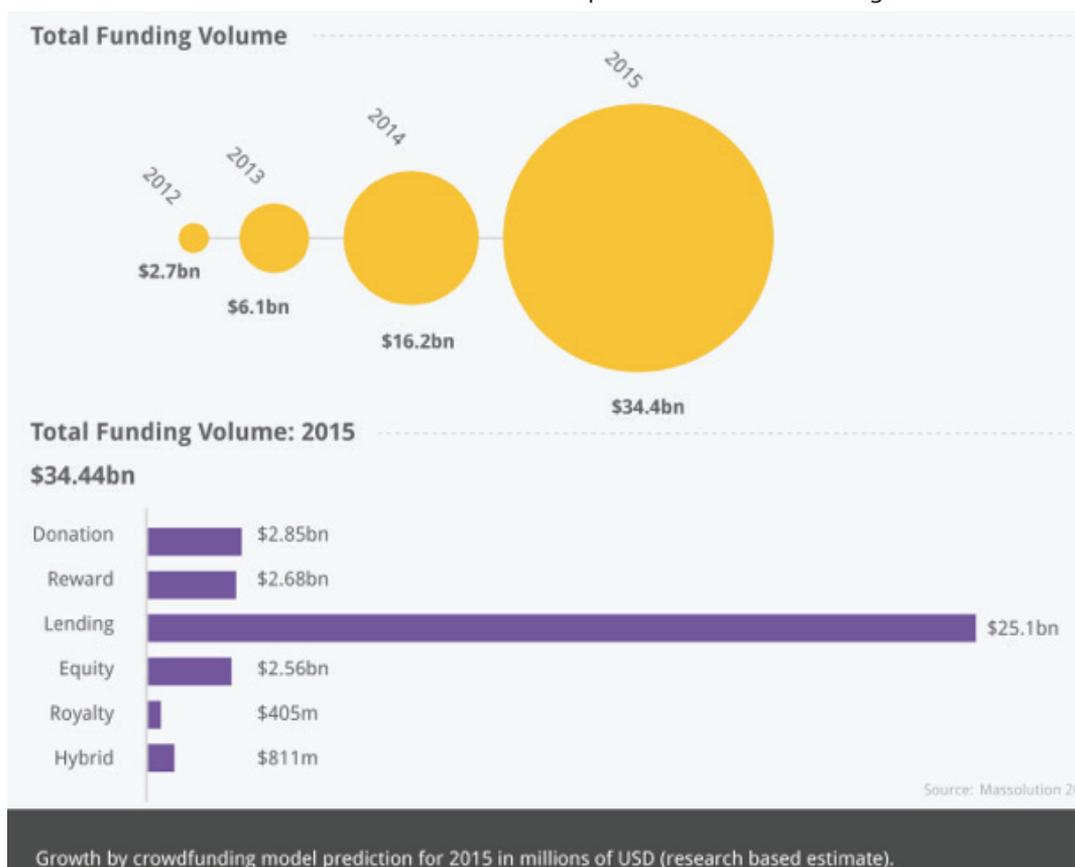
Gráfico 15. Estimación de fondos administrados por CFPs en el mundo.⁴

Fuente: Massolution (2015).

En las predicciones en el mundo sobre los modelos crowdfunding que dominan la industria, se destaca el modelo basado en préstamos personas a personas y préstamos a empresas. Massolution estima que los modelos más populares serán el crowdfunding financiero para el año 2015. En contraste, las instituciones públicas invertirán a través de las plataformas de crowdfunding. En la medida que el sector se profesionaliza, se fomentará la inversión en empresas de reciente creación y las Pyme; esto puede llegar a un crecimiento anual del 127% y alcanzar la suma de US \$25.100 millones, que representan el 73% del volumen total de financiación de 2015. Los modelos que continuarán creciendo son las donaciones, recompensa e inversión en el capital social (ver gráfico 16).

⁴ El gráfico está en billones de dólares, pero en el trabajo se expresó en millones de dólares.

Gráfico 16. Estimación de fondos administrados por modelo crowdfunding en el mundo



Fuente: Massolution. (2015).

IV. Crowdfunding en Colombia

En Colombia este fenómeno está en sus primeras etapas, y no se ha dimensionado su verdadero potencial. No hay datos oficiales de los niveles sobre el financiamiento que manejan las plataformas crowdfunding. Desde el punto de vista legal, Colombia no es la excepción con respecto a sus pares en la región. Si bien el marco legal no existe, las plataformas de crowdfunding existentes se han constituido como entidades de régimen especial sin ánimo de lucro o ESAL como, por ejemplo: fundaciones, asociaciones o corporaciones, o instituciones de utilidad común. En vista a la inexistencia de un censo completo de plataformas, se elaboró uno propio compilando la información obtenida, usando palabras de búsqueda y referencia sobre crowdfunding. Se realizó una clasificación de acuerdo al modelo crowdfunding que desarrolla, determinándose que de las nueve plataformas que operan, cinco están orientadas al crowdfunding de donación y recompensa y cuatro al crowdfunding de donación exclusivamente. Las categorías más populares son las artes visuales, la música, la educación, el diseño, la tecnología y las causas sociales (ver tabla 3).

Tabla 3. Plataformas de crowdfunding en Colombia

Nº	PLATAFORMA	DESCRIPCION	MODELO	Nº CAMPAÑAS
1	LA VAQUINHA	Esta plataforma nace en el 2015 y se dedica a recolectar el dinero para planes, eventos y proyectos.	Donación y Recompensa	4
2	SKYFUNDERS	Esta plataforma lanzada en el año 2015 brinda un valor agregado al ofrecer el servicio de consultoría a los emprendedores, mediante donaciones.	Donación y Recompensa	8
3	LA CHÈVRE	Esta plataforma que aloja campañas para financiar: arte, música, deportes, cine y tecnología.	Donación y Recompensa	33
4	UONSET	Esta plataforma dedicada a campañas para financiar música.	Donación y Recompensa	10
5	FILMANTROPO	Es una plataforma de crowdfunding que busca estimular la creación y consumo de material fílmico y audiovisual en Colombia.	Donación	0
6	HELP	Esta plataforma dedicada a recolectar dinero para patrocinar a estudiantes.	Donación	4
7	SUMAME	Esta plataforma dedicada a recolectar dinero para causas sociales.	Donación	11
8	IDEAME	Esta plataforma financia campañas como: emprendimiento, arte, música, deportes, y cine.	Donación y Recompensa	24
9	LITTLE BIG MONEY	Esta es una plataforma financia microempresas con impacto social o ambiental.	Donación	11

Fuente: Elaboración propia basado en información de Crowdfunding a la Colombiana (2016).

El censo muestra que los modelos de crowdfunding que se han desarrollado en Colombia son crowdfunding de donación y de recompensa. De estos dos modelos el modelo de recompensa o reward-based crowdfunding se ajusta a las necesidades de una Pyme colombiana, por cuanto no es un modelo complicado y es eficiente cuando se requiere preparar, lanzar y administrar una campaña en una plataforma de crowdfunding. Este puede capturar la percepción de los clientes y consecuentemente darse a conocer con ayuda de las redes sociales. Una particularidad es que cualquier persona se convierte en un socio con poco de dinero en un negocio de nuevo.

Bajo el régimen colombiano legal, una plataforma de crowdfunding puede operar de dos formas:

1. Siendo el intermediario entre una entidad regulada por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y el emprendedor. Por lo general la institución financiera que se adapta es una fiducia, la plataforma de crowdfunding no recauda o administra el dinero, tan solo es el medio de comunicación. En esta modalidad, el dinero de los aportantes va a una cuenta en una fiducia en la cual la plataforma de crowdfunding puede ordenar el desembolso. La cuenta en la fiducia se abre para cada uno de los emprendedores que tengan un proyecto. De esta manera no hay captación de dinero, sino que es un intermediario.

En esta modalidad el emprendedor tiene una relación tributaria y legal con el patrocinador así que deberá en caso del modelo crowdfunding basado en recompensas, emitir factura de venta y cumplir con la regulación tributaria vigente.

1. Como una fundación. En esta modalidad los dineros recibidos son a título de donación y en cumplimiento del objeto social de la fundación. Posteriormente estos recursos son entregados al emprendedor. Como son donaciones no constituyen: administración, manejo, captación de dinero de terceros, pues el dinero recaudado es de la fundación a título de donación. La plataforma de crowdfunding que opera como una fundación hace la entrega de estos recursos a la campaña del emprendedor. Desde el punto de vista tributario, los recursos financieros que constituyen una donación o aporte para un proyecto, se aplica o no retención en la fuente, dependiendo de la naturaleza tributaria del beneficiario.

Bajo las anteriores consideraciones en Colombia se evidencia que no existe un marco regulatorio sobre un ecosistema en crowdfunding, donde converjan entidades gubernamentales u organizaciones que apoyen el desarrollo de emprendedores, inversionistas, Pyme y otros actores del mercado de capitales. Al comparar a Colombia y sus modelos de crowdfunding con otras economías de la región que ya tienen ecosistemas de crowdfunding implementados, encontramos que no cuenta con todas las variables tecnológicas, normativas y culturales necesarias para que el crowdfunding resulte exitoso (Previati et al., 2015).

Marco jurídico del crowdfunding en Colombia

Según Cuesta et al. (2014), el negocio del crowdfunding financiero puede verse afectado por las distintas normas que regulan los servicios de intermediación y la emisión de instrumentos financieros. Así, entre otras normas que pueden afectar a las plataformas, están:

- ⇒ Las normas sobre el crédito al consumo que deben cumplir quienes ofrezcan servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito.
- ⇒ Las normas de protección al consumidor.
- ⇒ Las normas referentes a la provisión de servicios de pago, en cuanto a la intermediación que las plataformas realizan en el movimiento de fondos entre los inversores y los solicitantes de financiación.
- ⇒ Las reglas relacionadas con la protección de patentes o los requerimientos de capital o venture capital.

Todos los anteriores vacíos en la jurisprudencia han catalogado el crowdfunding financiero como parte de la llamada “banca en la sombra”, que al quedar fuera del sistema bancario tradicional está sujeto a una regulación más laxa. El marco regulatorio actual en Colombia es más estricto y no permite que se capten recursos de capital en forma masiva a través de plataformas o entidades diferentes a los establecimientos de crédito autorizados por dicha entidad pública. En Colombia, tal actividad está regulada por el Decreto 1981 de 1988, que dispone que una persona incurre en captación masiva y habitual de dineros en los siguientes casos:

Tabla 4. Casos de captación masiva de dinero

Cuando tenga obligaciones pasivas de mutuo directas o indirectas con más de veinte (20) personas o en un número mayor a cincuenta (50).

Cuando, conjunta o separadamente, haya celebrado en un periodo 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 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.

Fuente: Elaboración propia basado en los artículos 1 y 2, Decreto 1981 de 1988.

La Ley 964 de 2005, Ley del Mercado de Valores (párrafo 1, artículo 3º), reza que cualquier entidad que realice emisiones y ofertas de valores estará sujeta a la supervisión del Estado. En consecuencia, la oferta de acciones de empresas colombianas requirentes de capital a través de plataformas de crowdfunding, constituye una oferta pública de valores que requiere autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), dado que está dirigida a personas indeterminadas. Las plataformas de crowdfunding, para poder actuar en Colombia como intermediarios de este modelo, necesariamente deben contar con la autorización previa de la SFC.

Una Pyme que esté interesada en realizar una oferta pública de valores en mercados extranjeros utilizando este modelo financiero, podría recurrir a hacer una oferta pública exclusiva en el exterior. Para ello, los emisores no requieren autorización de la SFC, ni estar registrados en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) ni inscritos en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Esta sería una opción para pymes colombianas que emitan en mercados europeos y constituyan una campaña de crowdfunding en el extranjero.

V. Discusión

Se ha definido el crowdfunding como un fenómeno social, cultural y económico que —de la mano de la tecnología como el Internet, el marketing digital y la expansión de las redes sociales, entre otras— se ha convertido en un fenómeno con una proyección mundial. Los autores citados como Rodríguez de las Heras Ballell (2012), Zunzunegui (2015) y Dresner (2014) han descrito al crowdfunding de diversas maneras y convergen en identificarlo como un movimiento producto de varios factores tales como las crisis financieras, sociales, la globalización y un sector financiero que no ofrece respuestas a las necesidades de las personas y empresas. Así, el crowdfunding se convirtió en una fórmula alternativa para movilizar ahorros y financiar a los sectores económicos, dos de las principales funciones realizadas por los sistemas financieros. La sociedad en línea y la interactividad con la comunidad han permitido acceder a campañas a través de las plataformas en la web, jugando un papel fundamental en las operaciones comerciales o financieras de las personas y las empresas. De hecho, los resultados en volumen de financiamiento son sorprendentes en muy poco tiempo. Para el año 2015, existían globalmente más de 1.250 plataformas de crowdfunding y la financiación global alcanzó los US \$16.200 millones a una tasa anual de crecimiento promedio del 167%.

La industria de crowdfunding en el mundo está creciendo a tasas altas desde el año 2012, siendo Norteamérica, Europa y Asia los líderes en los modelos de financiamiento colaborativo. Este crecimiento es directamente proporcional al desarrollo de las plataformas, dándole profundidad a la industria. Por regiones, Norteamérica alcanza un crecimiento de 145% y cifras de US \$9.500

millones, Europa asciende a US \$3.260 millones con un crecimiento de 141%, Suramérica alcanza un 167%, con un financiamiento por US \$57.2 millones y Asia con el 320% llegando a US \$3.400 millones. El Banco Mundial (2013) estima que China es el país que tendrá mayor proyección y que a nivel mundial, el crowdfunding como vehículo de financiamiento, alcanzará los US \$96.000 millones en el año 2025.

En materia legal, solo algunos países como EE.UU. y algunos países europeos han dado los primeros pasos en regular estas actividades en su legislación financiera. El marco legal para crowdfunding en Colombia no existe. Las plataformas de crowdfunding en Colombia están desarrollando modelos crowdfunding como crowdfunding de donación y crowdfunding de recompensa o la combinación de ambos. Estas plataformas de crowdfunding funcionan con la regulación existente hasta donde la ley les permite ejercer sus actividades.

Los modelos de crowdfunding que están orientados al financiamiento de las Pymes en Colombia son dos que se podrían aplicar, a saber: el modelo de crowdfunding basado en recompensa y el modelo de equity crowdfunding o de participación accionaria. Estos dos modelos son viables en Colombia cumpliendo la normatividad existente. El modelo basado en recompensa está funcionando en la actualidad mediante la figura de entidades sin ánimo de lucro (ESAL) o como una intermediaria entre el inversor y una fiduciaria, entidad financiera bajo vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). El modelo equity crowdfunding o de participación accionaria cumple con los requisitos de una oferta pública o privada; además, debe contar con la autorización de la SFC, si se emitiera en Colombia. Cabe la opción entonces, de hacer una emisión mediante la figura de la "Oferta Pública Exclusiva en el Extranjero".

Una plataforma que considere desarrollar un modelo peer to peer business lending o préstamos comerciales a empresas, cae en un vacío normativo con la actual legislación. Se considera que la ley persigue a los posibles estafadores que lleguen a utilizar estos modelos para beneficio personal, pero omite el apoyo a la Pyme a través de los nuevos modelos financieros que están revolucionando la industria financiera.

Conclusiones

Una vez analizado el fenómeno crowdfunding desde su caracterización y sus orígenes así como la situación actual en el mundo, queda claro que estos modelos de financiamiento colectivo llegaron para quedarse.

Desde el punto de vista legal es importante destacar que los países latinoamericanos se han enfrentado a un dilema porque la normatividad no estaba preparada para estos modelos innovadores. El marco legal en Colombia sobre la materia se hace imprescindible, dada la función constitucional del Estado de proteger el ahorro público, cualquiera sea la forma para captarlo y así mejorar la transparencia y la promoción de formas alternativas de financiamiento como el crowdfunding.

El modelo de crowdfunding es innovador para las Pyme y puede convertirse en parte de un proceso para que cambien las estructuras actuales y que la sociedad asigne recursos al proceso productivo. El crowdfunding financiero (crowdlending y equity crowdfunding) puede desempeñar un papel relevante como una eficaz alternativa a las fuentes tradicionales de financiación, sobre todo para empresas en sus comienzos (start-ups) y para proyectos de emprendimiento que no encuentran acceso a recursos en el sistema financiero tradicional debido a la aversión al riesgo por razones del riesgo legal, de liquidez o de mercado.

Los modelos crowdfunding se ajustan a la financiación para las Pyme. Por un lado, se tiene a los inversores que quieren participar en la campaña, ya sea como accionistas participando en el capital social o los que buscan obtener una rentabilidad a través de un préstamo; de otro lado, son las empresas que buscan liquidez, hacer nuevas inversiones, reestructuraciones del pasivo o cambios en su estructura de capital a largo plazo. A pesar de que varias plataformas de crowdfunding ya tienen más de dos años en el país, aún se encuentran en una etapa inicial buscando conseguir patrocinadores que deseen invertir en las plataformas como una oportunidad de negocio.

Es imprescindible promocionar un ecosistema en crowdfunding desde una política pública que promueva la innovación y el emprendimiento, fomentando el uso de las tecnologías web, con una apertura en cambios culturales, como la creación de un entorno normativo favorable respaldado por las instituciones gubernamentales y no gubernamentales. Desde el punto de vista educativo, impulsando la difusión de programas de formación sobre los modelos de crowdfunding, que permitan mejorar la cultura para su uso y así generar competencias en cultura financiera.

Referencias

- Acconcia, V (2016). Guía básica de crowdfunding #7: El crowdfunding de donación. Recuperado de: <https://vanacco.com/guia-crowdfunding-donacion/>
- Asociación Española de crowdfunding (2016). Información básica sobre el Crowdfunding. Recuperado de: <http://web.spaincrowdfunding.org/wp-content/uploads/2013/09/informaci%C3%B3n-b%C3%A1sica1.pdf>
- Banco Mundial (2008). *Colombia Financiamiento bancario para las pequeñas y Medianas empresas (Pyme)*. Informe No. 41610-CO. Recuperado de: <http://siteresources.worldbank.org/COLUMBIAINSPANISHEXTN/Resources/financiamientobancariocompleto.pdf>
- Borello, G., De Crescenzo, V., & Pichler, F. (2015). The funding Gap and the role of financial returns crowdfunding: Some evidence from European platforms. *Journal of Internet Banking and Commerce*, 20(1), 1-20. Recuperado de: <http://search.proquest.com/docview/1711218423?accountid=48417>
- Castaño, J (2015). Crowdfunding ¿una alternativa de financiamiento para pymes? Ciudad de México, 23 de octubre de 2015. Recuperado de: <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/10/3-JorgeCastano.pdf>
- Crowdfunding a la Colombiana. Consultado el 25 de mayo de 2016, en: <http://www.crowdfundingalacolombiana.com/tagged/plataformas>
- Cuesta, C., Fernández de Lis, S., Roibas, I., Rubio, A., Ruesta, M., Tuesta, D., & Urbiola P. (2014). *Crowdfunding en 360º: alternativa de financiación en la era digital*. Observatorio Economía Digital. BBVA Research. Recuperado de: <https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2014/10/Observatorio-crowdfunding-vf2.pdf>
- Cumming, D.J., & S.A. Johan. (2009). *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*. Burlington, MA. Academic Press.

- DeBuysere, K., Gajda, O., Kleverlaan, R. & Marom D. (2012). European Crowdfunding Network. *A Framework for European Crowdfunding*. Recuperado de: http://eurocrowd.org/2012/10/29/european_crowdfunding_framework/
- Dresner, S. (2014): *Crowdfunding: A Guide to Raising Capital on the Internet* (Bloomberg Financial). Somerset, US: Wiley.
- Gracia, C. (2014). *Presente y futuro del crowdfunding como fuente de financiación de proyectos empresariales*. Recuperado de: <http://docplayer.es/2583662-Presente-y-futuro-del-crowdfunding-como-fuente-de-financiacion-de-proyectos-empresariales.html>
- Howe, J. (2006). The rise of crowdsourcing. *The Wired Magazine*. Recuperado de: http://www.wired.com/wired/archive/14.06/crowds_pr.htmlHowe
- infoDev (2013). *Crowdfunding's Potential for the Developing World*. Washington, D.C., EE.UU. infoDev, Finance and Private Sector Development Department. Washington, D.C.: World Bank. Recuperado de: http://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf
- LoanBook Capital. (2015). Crowdlending ¿Qué es el crowdlending? Recuperado de: <https://www.loanbook.es/que-es-el-crowdlending>
- Massolution Organization (2015). *2015CF Crowdfunding Industry Report*.
- Previati, D., Galloppo, G., & Salustri, A. (2015). Crowdfunding en la Unión Europea: factores impulsores y atractivo. *Papeles de Economía Española*, 104-120, 213214. Recuperado de: <http://search.proquest.com/docview/1774943156?accountid=48417>
- Rivera R. (2012). *Crowdfunding: la eclosión de la financiación colectiva, un cambio tecnológico, social y económico*. Recuperado de: https://books.google.es/books?id=nZL93X7q3CYC&pg=PA9&hl=es&source=gbs_toc_r&cad=3#v=onepage&q&f=false
- Rodríguez de las Heras Ballell, T. (2012). El Crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos. *Pensar en Derecho* N°. 3 año 2, pp. 101, 102 y 103. Recuperado de: <http://www.derecho.uba.ar/publicaciones/pensar-en-derecho/revistas/3/revista-pensar-en-derecho3.pdf>
- Spain Crowdfunding. (2016). *Información básica sobre el crowdfunding*. Recuperado de: <http://web.spaincrowdfunding.org/wp-content/uploads/2013/09/informaci%C3%B3n-b%C3%A1sica1.pdf>
- Universidad de Cambridge (2015). The European Alternative Finance Benchmarking Report. Recuperado de: https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2015-uk-alternative-finance-benchmarking-report.pdf
- Vien, C. L. (2015). Crowdfunding brings new opportunities for CPAs. *Journal of Accountancy*, 220(4), 38-42. Recuperado de: <http://search.proquest.com/docview/1721335827?accountid=48417>
- Zunzunegui, F. (2015). Shadow banking, crowdfunding y seguridad jurídica. *Papeles de Economía Española*, 145-159, 215. Recuperado de: <http://search.proquest.com/docview/1774943292?accountid=48417>