

**UNIVERSIDAD POLITÉCNICA DE CATALUÑA ESCUELA TÉCNICA SUPERIOR DE  
ARQUITECTURA DE BARCELONA**

**MÁSTER UNIVERSITARIO EN ESTUDIOS AVANZADOS EN ARQUITECTURA-BARCELONA  
(MBArch)**

**LÍNEA DE GESTIÓN Y VALORACIÓN URBANA Y ARQUITECTÓNICA**

**2017-2018**

**Tesis de Máster**

**TEMA**

**CROWDFUNDING COMO ESTRATEGIA DE FINANCIACIÓN DE  
PROYECTOS INMOBILIARIOS PÚBLICOS EN EL CONTEXTO ESPAÑOL Y  
COLOMBIANO.**

Alumno

**CAMILO QUINTERO VÁSQUEZ**

Arquitecto

camilo.quinterov@gmail.com

Director

Josep Roca Cladera

Fecha 29/09/2018

## **CROWDFUNDING COMO ESTRATEGIA DE FINANCIACIÓN DE PROYECTOS INMOBILIARIOS PÚBLICOS EN EL CONTEXTO ESPAÑOL Y COLOMBIANO.**

### **CONTENIDO**

|   |    |
|---|----|
| 1. Introducción.....  | 5  |
| 1.1. Problema de la investigación .....   | 6  |
| 1.2. Objetivos.....   | 7  |
| 1.3. Hipótesis.....   | 8  |
| 1.4. Marco Teórico.....   | 8  |
| 1.4.1. Mercado Inmobiliario .....   | 8  |
| 1.4.2. Economías de Colaboración .....  | 9  |
| 1.4.3. Crowdfunding .....   | 9  |
| 1.5. Marco Metodológico .....   | 10 |
| 1.6. Estado del Arte .....  | 11 |
| 1.6.1. Equity Crowdfunding en el mercado de bienes raíces.....  | 12 |
| 2. Contexto Jurídico .....  | 13 |
| 2.1. España: Comisión Nacional del Mercado de Valores, Ley 5/2015 y el nuevo Proyecto de Ley de Crowdfunding..... | 14 |
| 2.1.1. Ley 5/2015 Fomento de la Financiación Empresarial LFFE .....   | 15 |
| 2.1.2. Proyecto de Ley de Crowdfunding en España .....  | 17 |
| 2.2. Colombia: El esquema de Fiducias y el Decreto 1357 de 2017 .....   | 20 |
| 2.2.1. El esquema de fiducias .....   | 21 |
| 2.2.2. Decreto 1357 de 2018 Colombia.....   | 23 |
| 3. Crowdfunding .....   | 26 |
| 3.1. Historia .....   | 26 |

|        |   |    |
|--------|---|----|
| 3.1.1. | Crowdfunding por Beneficios .....   | 27 |
| 3.1.2. | Crowdfunding por Préstamos .....  | 31 |
| 3.1.3. | Crowdfunding por Donaciones .....   | 27 |
| 3.1.   | Equity Crowdfunding .....   | 33 |
| 3.1.1. | The JOBS Act .....  | 34 |
| 3.1.2. | Experiencias globales.....  | 35 |
| 3.1.3. | España, mercado de crowdfunding consolidado .....   | 37 |
| 3.1.4. | Colombia, iniciativas para alcanzar a la tendencia mundial.....                                       | 38 |
| 3.2.   | Real Estate, Inversión vía crowdfunding para proyectos inmobiliarios .....                            | 39 |
| 3.2.1. | Crecimiento masivo y oportunidades de inversión global .....  | 40 |
| 3.2.2. | El caso español .....   | 42 |
| 3.2.3. | Colombia, cuna de una idea y un mercado sin explorar .....  | 44 |
| 4.     | Crowdfunding en proyectos inmobiliarios públicos.....   | 45 |
| 4.1.   | El modelo filantrópico .....  | 46 |
| 4.1.1. | Los parques de Estados Unidos de América .....  | 46 |
| 4.1.2. | Ciclovías e infraestructura peatonal .....  | 48 |
| 4.2.   | La búsqueda del lucro por medio de los bonos públicos .....   | 49 |
| 4.2.1. | Emisión de bonos para infraestructuras de menor escala .....  | 51 |
| 4.2.2. | Civic Crowfundig y las Plataformas Online de financiación pública por medio de emisión de bonos ..... | 51 |
| 5.     | Equity Crowdfunding para financiamiento de proyectos inmobiliarios públicos .....                     | 54 |
| 5.1.   | Casos de estudio.....   | 55 |
| 5.1.1. | Housers .....   | 56 |
| 5.1.2. | Prodigy Network .....   | 56 |
| 5.1.3. | Fundrise.....   | 57 |
| 5.1.4. | Neighborly .....  | 58 |
| 5.1.5. | Proyectos de gran escala: La figura de concesiones y alianzas público-privadas                        | 60 |

|      |                              |    |
|------|------------------------------|----|
| 6.   | Conclusiones.....            | 62 |
| 7.   | Referencias .....            | 65 |
| 7.1. | Índice de Tablas .....       | 65 |
| 7.2. | Índice de Ilustraciones..... | 65 |
| 7.3. | Bibliografía.....            | 66 |

## 1. Introducció

El desarrollo urbano es uno de los pilares dentro del sistema económico saludable de una nación, es un motor de producción de empleo, propicia ambientes de inversiones de gran impacto y a la vez representa grandes retos medioambientales, así como de organización social y sostenibilidad urbana. El 54% de la población mundial vive en zonas urbanas, número que tiende a subir y proyecta un crecimiento de 1,5 veces para el 2045. Siendo el desarrollo urbano el generador del 80% PIB mundial<sup>1</sup>, la rapidez en el crecimiento y el aumento en la demanda de zonas urbanas de calidad generan retos para atraer a los 1,000 millones de personas considerados en el nivel económico de pobreza, a zonas urbanas sostenibles y generadoras de oportunidades.

Este rápido crecimiento ha creado una dinámica acelerada de construcción de proyectos inmobiliarios, infraestructura y desarrollo urbano que, en ciclos de bienestar económico, fomentó el boom inmobiliario en la década pasada. En contraparte, durante ciclos de crisis el desarrollo urbano sufre la desaceleración esperada la cual perjudica el crecimiento económico y propicia la creación de métodos alternativos de promoción y financiación de la vivienda, como lo puede ser el *Crowdfunding* o financiamiento en masa inmobiliario. La micro financiación ha sido protagonista en los últimos años en diferentes industrias; su aparición en el mercado inmobiliario ha abierto el campo de financiación en diferentes escalas, aportando soluciones durante los tiempos de crisis y a su vez, generando grandes retos en la legislación intrínseca de cada país para crear un marco legal en donde este tipo de práctica quepa durante el ejercicio del desarrollo urbano. Cada vez más actores adoptan modalidades alternativas de financiación para los proyectos, sin embargo, esta práctica se asocia con el sector privado, generando una interrogante ¿Es posible abordar el micro financiamiento en masa con fines de lucro, por medio del equity crowdfunding, para proyectos de iniciativa pública?

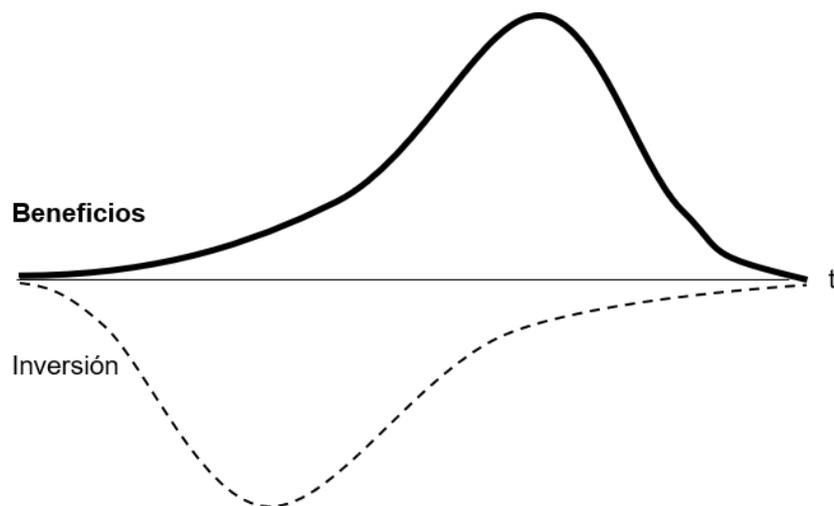
---

<sup>1</sup> Observatorio del Banco Mundial 2018

El objetivo de este trabajo busca entender dentro de un marco de tres categorías, el contexto actual del crowdfunding en España y Colombia. Se busca determinar los factores económicos, legales y socio culturales que abarcan esta práctica y dar respuesta a las incertidumbres que existen acerca de la micro financiación dentro del ámbito de proyectos de iniciativa pública.

### 1.1. *Problema de la investigación*

La inversión en bienes raíces ha sido tradicionalmente uno de los vehículos de generación de capital tangible que más se ha distribuido en la historia. Esencialmente, dentro de la memoria colectiva es probable hacer una afirmación que la gran mayoría de personas han escuchado esta forma de inversión en alguna medida. Aunque sea ampliamente conocido, el mercado de bienes raíces puede ser inaccesible a posibles inversionistas sin un conocimiento profundo de las dinámicas propias de este ejercicio.



*Ilustración 1 Diagrama Inversión Beneficios del Proyecto. Elaboración propia*

El crecimiento urbano es un fenómeno mundial que acoge tanto a países en vía de desarrollo como aquellos desarrollados. La creciente ola urbanizadora abarca los mismos potenciales económicos a nivel global, sin embargo, los contextos políticos y la realidad social de cada situación particular hace que las políticas de vivienda se presenten de manera individual. Es preciso decir que las realidades colombianas y españolas, al igual que sus dinámicas sociales y económicas difieren en panorama general, pero las políticas de vivienda, así como los planes de desarrollo urbano colombianos tienen como base el contexto español; y ambos países se

mueven dentro del ambiente económico global. La ciudad contemporánea es uno de los grandes promotores del crecimiento económico y de movilidad social, y la creación de estas urbes está fuertemente relacionado con las modificaciones de la economía inmobiliaria y las nuevas dinámicas de inversión<sup>2</sup> (Sassen, 2001). El sector inmobiliario no ha sido ajeno a los nuevos canales de financiación en masa, el crowdfunding ha sido uno de los vehículos de inversión inmobiliario que mayor crecimiento ha tenido en los últimos años, durante el 2015 en España se vio el inicio tangible de esta nueva modalidad (Hernández Sainz, 2017).

El financiamiento en masa ha sido altamente explotado en el sector privado alrededor del globo haciendo partícipes a micro inversionistas en la rentabilidad final del proyecto, esta modalidad, es denominada *equity-based*. Sin embargo, la inversión por medio del crowdfunding moderno no ha sido explorado de manera sistemática en el sector público; ya sea porque la administración no requiera la financiación en masa, o las políticas económicas y de vivienda no permiten una participación de los individuos privados dentro del desarrollo urbano buscando un retorno de una inversión. Siendo el crowdfunding una modalidad de inversión que los promotores privados, colombianos y españoles en este caso, adoptaron durante la crisis inmobiliaria de la década pasada; se puede pensar en una estrategia en la escala ciudad para generar un nuevo vehículo de inversión regulado por la administración para proyectos públicos de vivienda o aquellos que puedan representar un retorno en la inversión en momentos donde el total del capital de inversión no esté disponible, o simplemente se genere un vehículo alternativo, tanto de financiación como de inversión, paralelo al mercado actual.

## 1.2. **Objetivos**

La inversión de privados para proyectos públicos no es una figura desconocida, sin embargo, las nuevas tendencias en las dinámicas de la economía mundial han abierto la posibilidad para hacer inversiones no convencionales que van de la mano con el crecimiento del sector de la información y el desarrollo. Las plataformas de crowdfunding para emprendimientos han existido por casi una década y paralelo a esto, otros sectores económicos han adoptado estas nuevas formas atípicas como modelo de inversión. Es entonces que surge la oportunidad de explotar los beneficios del crowdfunding como vehículo de micro inversión privado para proyectos de interés público. Es preciso entender el contexto socioeconómico y el marco jurídico en el ámbito de estudio;

---

<sup>2</sup> Sassen, S. (2001). *The Global City*. In Princeton University Press. Schumpeter.

Colombia y España, dos países con contextos económicos diferentes, pero con legislaciones con bases en común.

### *Objetivo General*

Analizar la realidad del Crowdfunding como herramienta de financiamiento alternativo para proyectos inmobiliarios de iniciativa pública en el ámbito colombiano y español.

### *Objetivos Específicos*

- Analizar el contexto jurídico, las políticas de desarrollo y control fiscal sobre los métodos de recaudo masivo.
- Analizar el contexto actual del Crowdfunding inmobiliario en el mercado colombiano y español.
- Identificar modelos de promoción por medio del crowdfunding inmobiliario aplicables al contexto público.

### **1.3. Hipótesis**

El crowdfunding, bajo la modalidad de equity-based, puede ser un vehículo de financiamiento alternativo para proyectos públicos en el contexto económico y jurídico en Colombia y España.

### **1.4. Marco Teórico**

#### *1.4.1. Mercado Inmobiliario*

Uno de los factores que caracteriza las economías mundiales son los indicadores del PIB, entendiendo que es el resultado de cuantificar monetariamente los bienes y servicios de demanda final que un país genera en un tiempo determinado; la explotación de recursos naturales, las exportaciones de bienes y la capacidad de ofrecer servicios de demanda mundial

determina el resultado del ejercicio macroeconómico del país. El sector de la construcción tiene una gran incidencia en el PIB, haciendo entonces el desarrollo inmobiliario prioritario dentro de los planes de gobierno. La teoría del crecimiento económico expone cómo el sector edificador y el inmobiliario contribuyen activamente al bienestar económico; de igual manera, la relevancia que tiene el sector financiero dentro del mercado inmobiliario para producción de proyectos.

#### *1.4.2. Economías de Colaboración*

El término acoge un concepto que se aleja de lo contemporáneo, hace alusión al trueque y al intercambio de bienes y servicios. Hoy en día se puede asociar con mercados alternativos que tienen como premisa tres principios fundamentales: la interacción entre el productor y el consumidor, la conexión entre los pares, y la colaboración. (Ángel, Coordinador, Alonso, & Valor, 2014) Estos tres principios acercan el concepto de economía de colaboración con el mundo digital, base fundamental de las plataformas de crowdfunding modernas, fundamental para la interacción entre los pares, los inversionistas y emprendedores y, por último, la facilidad en la transmisión de la información. Las economías de colaboración también contienen el universo del open software, y el coworking; ambas instancias siguen los mismos tres conceptos base, la colaboración entre pares afianza la transmisión de información certera y verídica. En el 2013 FORBES anunciaba que esta dinámica colaborativa estaba creciendo un 25% anual, llegando a los 3,5 millones de dólares en EE. UU.

#### *1.4.3. Crowdfunding*

Este concepto moderno, que se resume como la financiación en masa, es popularizado en Estados Unidos de América en el 2003 cuando se introdujo la plataforma online ArtistShare, empezó como una página web en donde Brian Camelo, fundador de la plataforma, creaba el ambiente propicio para que artistas y músicos buscaran financiamiento a través de donaciones por parte de sus seguidores; el primer caso de éxito registrado fue el álbum de jazz "Concert in a Garden" de María Schneider, el modelo de financiación funcionaba por niveles, en donde la cantidad de dinero donado representaba una retribución al final de proyecto; desde el álbum a precio de descuento, pasando por ser reconocido dentro del librito del CD, hasta ser denominado productor ejecutivo en uno de los casos más extremos (Freedman & Nutting, 2014).

A raíz de la crisis económica del 2008, las plataformas de crowdfunding online como Indiegogo y Kickstarter acogieron proyectos artísticos, incluyendo fotografía, danza, música y video entre otros, causas sociales y campañas medioambientales y por último el mercado de emprendedores y pequeñas iniciativas de negocio privadas. Hasta el 2015 Kickstarter había acogido más de 260,000 campañas de crowdfunding; 36% de estas fueron exitosas, entendiendo esto como “completamente financiadas por el público”.

El mercado inmobiliario no fue ajeno a esta nueva ola que abrirá el abanico de inversión, en el 2015 las plataformas especializadas en el mercado inmobiliario irrumpieron con fuerza en España, estas se publicitaban como una nueva fuente de financiación para promotores y constructores y un nuevo nicho de inversión para cualquier interesado (Hernández Sainz, 2017). Esta modalidad de inversión tiene tres ramas de participación, la primera está basada en el intercambio de un bien monetario por uno físico; el esquema de las ventas previas en las promociones inmobiliarias. La segunda cabe dentro del marco de las donaciones, este puede ser el caso de la Estatua de la Libertad como bien inmueble, y la tercera denominada como el equity-based crowdfunding, se acerca al mercado de valores o a las inversiones convencionales en búsqueda de un retorno sobre la inversión; este último ha sido el modelo de elección que se ha popularizado en el continente americano en la última década.

### 1.5. *Marco Metodológico*

El marco metodológico de este trabajo se encuadra dentro de una investigación cualitativa, en la cual se busca hacer un desglose de la actualidad en el contexto colombiano y español en el mercado inmobiliario financiado por esquemas de economía participativa. Bajo el método mixto descriptivo y de comparación sistémica<sup>3</sup>. se busca poner en un panorama los ámbitos sociales, económicos y jurídicos que abarcan la comprobación de la hipótesis (Gómez & De León, 2012).

- En primer lugar, se debe configurar la estructura teórica de la investigación, desarrollar la hipótesis y definir la connotación (intención) y la denotación (extensión).

---

<sup>3</sup> Comparación descriptiva <http://www.uiah.fi/projects/metodi/272.htm>

- La segunda instancia consta de establecer el universo de estudio. En este caso, Colombia y España, en donde los dos casos de estudio deben establecer condiciones como el ámbito, el contexto, el tiempo y el espacio; deben ser comparables para un efectivo análisis. En el contexto de esta investigación, las condiciones políticas, sociales, económicas y judiciales de cada país representan los criterios a estudiar dentro del marco investigativo.
- Por último, el análisis del universo comparativo debe arrojar las instancias que expliquen las semejanzas o diferencias en los casos. A partir de ese momento se puede hacer una base teórica que sustente o no la hipótesis planteada.

Para este trabajo de investigación se optará para desarrollar un análisis comparativo de los ámbitos jurídicos, de mercado y económicos de España y Colombia. Dentro de la modalidad de estudio se busca entender el fenómeno del crowdfunding como modalidad alternativa de inversión y sus ventajas dentro del sector inmobiliario. Se buscará entender el mercado de proyectos inmobiliarios públicos, financiados por privados, así como los exponentes contemporáneos que se acerquen a la práctica mencionada en la hipótesis de este trabajo. Por último, se generarán unas conclusiones dadas a partir del análisis empírico de los casos de estudio y la construcción de una base teórica para la práctica del equity crowdfunding dentro del panorama de los proyectos inmobiliarios de iniciativa pública.

### 1.6. *Estado del Arte*

Se busca entender los trabajos de investigación y textos que han trabajado los temas relacionados con el crowdfunding, su incursión en el mercado inmobiliario y sobre todo el marco jurídico aplicable para cada caso. También se pretende entender aquellos autores que han estudiado previamente el financiamiento en masa para proyectos inmobiliarios en Colombia y España, y, por último, la percepción de la academia frente al crowdfunding para proyectos de iniciativa pública.

### 1.6.1. Equity Crowdfunding en el mercado de bienes raíces

El modelo de equity crowdfunding ha sido el más distribuido en el mercado español desde su inserción en el mercado en el 2005. Se opta por la creación de sociedades limitadas, o en algunos casos anónimas, para adquirir un bien inmueble para después promoverlo como proyecto inmobiliario en donde los futuros micro inversionistas van a participar mediante el esquema de “cuentas de participación” o acciones en algunos casos (Hernández Sainz, 2017). La emisión de acciones de la sociedad anónima o limitada se da por el aumento de capital suscrito, por parte del promotor, y por los diferentes abonos en dinero aportados por los denominados micro inversionistas. Esta nueva sociedad tiene como objeto social la rehabilitación, construcción o alquiler del inmueble; los beneficios y dividendos de este ejercicio se reparten dentro del grupo de inversionistas. Como segunda opción, se ha notado en el mercado la figura de “crowdlending” donde la diferencia es en el modelo de pagos; el grupo de inversionistas actúan como financiadores del proyecto a cambio de un retorno en la inversión por medio de un interés fijo, variable, o una mezcla de los dos.

La práctica del financiamiento en masa se enmarca en la Ley del Fomento de Financiación Empresarial (LFFE) Ley 5/2015, de 27 de abril y el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, denominado la Ley del Mercado de Valores de España. La primera regula la actividad empresarial del financiamiento y tiene como objetivo “... de favorecer la financiación bancaria de las pequeñas y medianas empresas (“pymes”), recoge el nuevo régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito e introduce en nuestro ordenamiento jurídico una regulación de la financiación participativa o más conocida como “crowdfunding”.” Como lo describe la circular de Circular LFFE de financiación alternativa. El segundo decreto tiene como objeto “... la regulación de los sistemas españoles de negociación, liquidación y registro de instrumentos financieros, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento, las normas relativas a los instrumentos financieros objeto de negociación y a los emisores de esos instrumentos, la prestación en España de servicios de inversión y el establecimiento del régimen de supervisión, inspección y sanción.” Determinado en el artículo 1 de la ley mencionada.

Por otro lado, en el ámbito colombiano, la micro financiación inmobiliaria puede verse afectada por normas que regulan los servicios de intermediación y de emisión de instrumentos financieros, de igual manera como se da en el contexto español. El BBVA Research en su informe de

economía digital de 2015, mencionó que algunas de las normas que pueden afectar el crowdfunding, se relacionan con el crédito al consumo, la protección al consumidor, las actividades de compraventa de instrumentos financieros, la provisión de servicios de pago, la protección de patentes y los requerimientos de capital o “venture capital”. Sobre la base de las consideraciones anteriores, y teniendo en cuenta el crecimiento arrollador”. Adriana Niño Galeano en su tesis de maestría de la Universidad Militar Nueva Granada, hay legislación que regula la captación masiva de dinero en la figura de la fiducia (Niño Galeano, 2016). Para este caso, el Decreto 4336 de 2008 penaliza la mala práctica de la captación masiva de dinero sin la autorización previa, por otro lado, la Ley 45 de 1990 trabaja como marco legal la figura de la fiducia, esquema en donde las entidades que practican el crowdfunding utilicen como modelo de negocio. Otras legislaciones como el Decreto 2080 de 2000 denominado Régimen General de Inversiones de capital del exterior en Colombia y de capital colombiano en el exterior, serán estudiados más adelante en esta investigación. Por último, el Decreto 1357 de 2017 expedido en julio 31, abre la discusión y regula las actividades de financiación colaborativa; este último será el objeto central de la investigación en la ley colombiana para este trabajo.

## 2. Contexto Jurídico

Dentro del proceso edificatorio, bajo la modalidad de crowdfunding, se puede establecer que la única diferencia con respecto al método tradicional es en la etapa de la financiación. Sin embargo, tanto en España, como en Colombia, el mercado inmobiliario y el desarrollo urbano se han adoptado medidas en la legislación vigente que busca involucrar las plataformas de financiación en masa dentro del esquema del mercado de valores en cada país. Esto lleva a que el crowdfunding inmobiliario sea cada vez más accesible como canal alternativo de financiamiento.

En el comparativo de los dos países existen una variedad de diferencias dentro del marco jurídico en que se desempeña la actividad edificatoria. Por un lado, en el país ibérico se plantea una ley completamente adaptada a la dinámica del crowdfunding cuya gestión se dio durante el 2015, sin embargo, ha quedado corta en su alcance de regulación para esta práctica, consecuencia de esto se ha planteado un nuevo proyecto de ley que busca cubrir esos vacíos que se presentaban bajo la legislación anterior. Por otro lado, en Colombia se ha venido explotando bajo el manto de varias legislaciones que abordan el manejo de recursos per medio de las fiduciarias y derivado

a esto, los derechos fiduciarios sobre un inmueble. Durante el periodo legislativo del año 2018 aprobó un proyecto de Decreto que busca la *Reglamentación de la actividad de administración de plataformas electrónicas de financiación colaborativa*, El Decreto 1357 de 2018 *por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con la actividad de financiación colaborativa* enmarca la nueva legislación colombiana para los proyectos y plataformas de micro financiación.

En este apartado se busca entender la diferencia en la manera de abordar el contexto jurídico en ambos países y determinar las ventajas y debilidades que presentan hoy en día. Es importante analizar los actores interesados dentro de la operación; los micro financiadores, la plataforma, y el proyecto. La legislación debe suponer unos deberes y derechos a cada uno, y velar por el principio de libre mercado, así como la transparencia en el proceso y evitar el fraude. Estos últimos retos han sido los principales promotores de la actual legislación en ambos países y como respuesta se adoptaron medidas que buscan explotar esta manera de inversión sin descuidar al inversionista.

En el comparativo establece la legalidad de la actividad del crowdfunding en ambos países en donde se podrá evidenciar ciertas similitudes que son consecuencia del movimiento mundial y la dinámica contemporánea con respecto a la necesidad de regular el financiamiento en masa con fines de lucro. A continuación, se busca explorar los ámbitos legales de cada país y el proceso jurídico que se requiere para la formulación de los proyectos inmobiliarios por medio de la financiación colaborativa.

### **2.1. España: Comisión Nacional del Mercado de Valores, Ley 5/2015 y el nuevo Proyecto de Ley de Crowdfunding**

En el contexto español, la dinámica del crowdfunding ha sido regulada principalmente por la Ley del Fomento de la Financiación Empresarial, la cual establece los pilares para la legitimidad de las empresas dedicadas a la consecución de recursos, de manera masiva, para proyectos de diferente índole. En este capítulo se busca exponer en la línea del tiempo las oportunidades generadas por la LFFE y los retos y acotaciones que el marco legal trajo. En segunda instancia, se presentará el proyecto de ley del Ministerio de Economía y Competitividad, el cual busca establecer los lineamientos específicos para la práctica del equity crowdfunding.

### 2.1.1. Ley 5/2015 Fomento de la Financiación Empresarial LFFE

El título V de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial (LFFE), establece por primera vez en España un régimen jurídico del crowdfunding. Buscaba fomentar y regular este fenómeno como una forma más de financiación entre las ya existentes. Para ello, se ha considerado fundamental proporcionar un marco legal claro para esta nueva actividad emergente; proporcionar unas garantías suficientes tanto para el inversionista como para el proyecto. Fernando Redondo Faya describe una de las características de la legislación de la siguiente manera}: *“La Ley crea una nueva entidad de tipo*

*financiero que denomina plataforma de financiación participativa (PFP) que desarrollará la actividad de crowdfunding con reserva de actividad. Para su funcionamiento y creación es necesaria la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.”* Así como describir que algunas de las diferentes medidas de protección del inversor, cabe destacar la división de inversores prevista en el art. 81. Así, divide entre:

- Inversores acreditados: Mayores conocimientos de inversión y capacidad económica para soportar las pérdidas por cumplir una serie de requisitos económicos.
- Inversores no acreditados: Que no cumplen con dichos requisitos. Debe puntualizarse que tanto las personas físicas como pymes catalogadas como inversores no acreditados pueden expresamente pedir la consideración de acreditados, renunciando con ello a su especial protección.

Por último, Redondo Faya termina exponiendo que *“Esta segmentación permite que los inversores acreditados no tengan que estar sometidos al régimen de información y advertencias previas a la inversión. Tampoco les son de aplicación los límites cuantitativos a la misma. Debido al carácter de inversor minorista de los no acreditados, éstos deben recibir cierta información y se les aplican mayores garantías y advertencias. Son relevantes, como se ha dicho, los límites cuantitativos a la inversión: máximo 3.000 euros por proyecto y plataforma; y un total 10.000 euros anuales en el conjunto de plataformas.”* (Faya, 2016).

Una de las mayores limitantes que resultan de esta legislación es el tope de financiación previsto para cada proyecto; 2 millones de euros en general, y 5 millones de euros en el caso que todos los inversionistas sean del régimen acreditado. Esto repercute en el tipo de proyectos que pueden ser objeto de la financiación en masa por medio de la modalidad de equity crowdfunding, principalmente los proyectos inmobiliarios. Dada la naturaleza del negocio de los bienes raíces, la legislación del 2015 limita enormemente el tipo de producto inmobiliario que se presenta a ser financiado; se excluyen de entrada grandes operaciones urbanas y por supuesto, aquellos proyectos importante envergadura, usualmente los que pueden tener un retorno de la inversión mucho más interesante.

La dinámica del crowdfunding inmobiliario en España se ha centrado en las plataformas de que se han constituido con el modelo de equity crowdfunding, mediante la constitución de sociedades limitadas, o en alguna ocasión anónimas, que adquieren los inmuebles en los que se invierte y en cuyo capital participan los potenciales inversores suscribiendo participaciones o en su caso, acciones. La sociedad adquiere el inmueble y gestiona la rehabilitación, construcción o el alquiler. Los beneficios obtenidos con el alquiler son repartidos en forma de dividendos y si el inmueble se vende, la sociedad se disuelve y se entrega a los socios la cuota resultante de la liquidación. (Hernández Sainz, 2017). La concepción de un contrato en donde se suscriban acciones o se haga parte de sociedades entra dentro del ámbito legislativo de la LFFE y consigo trae todas las regulaciones del mercado en donde el papel del supervisor le corresponde a la CNMV organismo que controla el proceso de autorización en exclusiva regulado por los artículos 53.1 y 50.1. c) LFFE (Moreno, 2017). Housers es una plataforma de financiación participativa, propiedad de Housers<sup>4</sup> Global Properties, PFP, S.L., que se constituyó el 27 de abril de 2015. Fue autorizada e inscrita como Plataforma de Financiación Participativa en el Registro de la CNMV, el 2 de junio de 2017. Ha sido la primera plataforma especializada en financiación participativa en obtener autorización y registrarse en la CNMV.

Esther Hernández Sainz, en el 2017, enuncia el conflictivo medio en que las transacciones de los contratos de participación, figura establecida por excelencia en las empresas de crowdfunding inmobiliario en España. El tipo de contrato descrito ha sido ampliamente debatido y la autora describe que es “...una figura contractual muy controvertida que ha suscitado amplios debates, aun no acallados, en tono a su naturaleza jurídica, su configuración estructural y las funciones que está llamada a desempeñar (...) apenas perfila mínimos aspectos caracterizadores de este

---

<sup>4</sup> <https://www.housers.com>

*contrato que se mueve en una permanente indefinición, acrecentada por la modulación diversa que se imprime en la práctica al contrato con fundamento en el principio de autonomía de la voluntad". Así como "...prohibir al inversor cualquier participación o injerencia en la gestión del proyecto o en la toma de decisiones relativas al mismo, se limitan los derechos de información del partícipe e incluso se permite la cesión de la posición contractual del gestor sin consentimiento del partícipe."* (Hernández Sainz, 2017). Resultado de estas apreciaciones, se plantea la observación de regular el crowdfunding directo, en cuentas de participación, para reducir los riesgos hacia los inversionistas. Se concluye la necesidad de regular esta práctica y que garantice unos estándares mínimos de transparencia financiera y una buena práctica contractual con los inversionistas. Estas apreciaciones fueron premisa del proyecto de ley que busca enmarcar la regulación del crowdfunding inmobiliario en España.

### *2.1.2. Proyecto de Ley de Crowdfunding en España*

En el 2018 el Ministerio de Economía y Competitividad presentó en proyecto de ley que busca regular esta práctica y dar respuesta a muchas incógnitas que habían quedado de la experiencia con la legislación anterior. Este Proyecto de Ley busca fortalecer las fuentes de financiación de las empresas. Atendiendo a este objetivo el Proyecto: pretende hacer más accesible y flexible la financiación bancaria a las Pymes, y regula métodos de financiación como la financiación directa a un proyecto por una diversidad de inversores, y a través de las plataformas tecnológicas, sin la participación de las tradicionales entidades bancarias; explícitamente el equity crowdfunding (Progreso Revista de Actualidad Jurídica, 2018).

Este proyecto busca también alcanzar en el ámbito legislativo al resto de países que cuentan con un marco legal explícito para la buena práctica del crowdfunding; Alemania, el Reino Unido, Francia, Estados Unidos de América y en los últimos meses, Colombia. Regula el régimen jurídico y autorizaciones de las autoridades administrativas (CNMV y Banco de España) para establecer las plataformas, y, por otro lado, busca proteger al inversor en esta actividad. Establece el tipo de información que se debe poner a disposición del inversor y concreta unos límites de inversión dependiendo si se trata de un inversor acreditado o no, en función de su patrimonio o renta, y también recalca la importancia de dar transparencia a los posibles conflictos de interés que puedan surgir en el desempeño de esta actividad (Progreso Revista de Actualidad Jurídica, 2018). Busca definir y regular el crowdfunding en dos instancias:

- Actividades en las que los inversores busquen un retorno económico, ya sea por inversión en acciones o participaciones (Crowdfunding)
- Inversión en la concesión de préstamos (Crowdlending), actividad propia de los microcréditos, a través de una plataforma electrónica.

Define las plataformas de crowdfunding como *“Son plataformas de financiación participativa las empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores.”* El artículo 52 del proyecto define las prohibiciones por parte de las plataformas, en las cuales se establecen una buena práctica y relación, con los promotores, al igual que con los inversionistas; busca entablar un dialogo transparente entre cada extremo y propiciar una práctica sin conflictos de intereses. De igual manera, el proyecto de ley define a los inversionistas en dos grupos, Los acreditados y los No acreditados. El primer caso<sup>5</sup> se refiere principalmente a las personas jurídicas o naturales que están ligadas profesionalmente al mercado de valores y sus transacciones en el mercado. El segundo caso asocia a todas las personas que no sean inversionistas acreditados, o sea personas naturales que no tengan como objeto social la transmisión de valores de manera profesional.

Los límites de inversión apuntan hacia la protección de los inversionistas no acreditados bajo el artículo 68:

*Las plataformas de financiación participativa se asegurarán de que ningún inversor no acreditado:*

*a) Se comprometa a invertir o invierta a través de ella más de 3.000 euros en el mismo proyecto publicado por una misma plataforma de financiación participativa.*

---

<sup>5</sup> Los requisitos específicos se encuentran en el Artículo 81, Tipos de Inversores.

*b) Se comprometa a invertir o invierta a través de ella más de 10.000 euros en un periodo de 12 meses, en proyectos publicados por una misma plataforma de financiación participativa.*

*2. Asimismo, las plataformas de financiación participativa deberán requerir de los inversores no acreditados la manifestación a la que se refiere el artículo 84.2.b) para evitar que los inversores no acreditados inviertan en un periodo de 12 meses más de 10.000 euros en proyectos publicados en el conjunto de plataformas*

(Ministerio de Economía y Competitividad, 2018)

Por otro lado, se definen los límites al número de proyectos e importe máximo de captación en el artículo 68:

- Las plataformas de financiación participativa se asegurarán de que ningún promotor tiene publicado simultáneamente en la plataforma más de un proyecto.
- El importe máximo de captación de fondos por proyecto de financiación participativa a través de cada una de las plataformas de financiación participativa no podrá ser superior a 2.000.000 de euros, siendo posible la realización de sucesivas rondas de financiación que no superen el citado importe en cómputo anual.

Este proyecto de ley promete dejar sobre la mesa todas las herramientas necesarias para la conformación de las plataformas de equity crowdfunding en España. Sin embargo, teniendo en cuenta los límites establecidos de solicitud de financiamiento, el financiamiento en masa para proyectos inmobiliarios de gran envergadura es poco realista. La mayoría de los proyectos de bienes raíces sobrepasan el tope de los 2 millones de euros, y, aun así, exista la posibilidad de crear rondas sucesivas con ese tope anual, el flujo de caja de un proyecto inmobiliario estaría enormemente restringido. Cabe resaltar que lo expuesto en este capítulo es un proyecto de ley que aún no se ha ejecutado, pero puede dar una visión a futuro de lo que depara el ámbito del equity crowdfunding en España; y es preciso decir que en la legislación actual el tope de financiamiento cuando los proyectos se dirijan exclusivamente a inversores acreditados, el importe máximo anterior podrá alcanzar los 5.000.000 de euros (Jefatura del Estado, 2015).

## 2.2. Colombia: El esquema de Fiducias y el Decreto 1357 de 2017

Los canales de financiación para proyectos inmobiliarios en Colombia han sido históricamente consecuentes con lo que ha ocurrido en el mercado global. Tradicionalmente se han impulsado iniciativas de construcción por medio de financiación privada o créditos bancarios. Sin embargo, la figura de las empresas fiduciarias ha tomado protagonismo dentro del sector constructor colombiano; esta modalidad se ha posicionado como una de las más influyentes en América latina (Dinero, 2015). La actualidad del país sudamericano muestra un panorama que abre un abanico de posibilidades de financiación en bienes raíces con múltiples frentes alternativos en donde el crowdfunding se ha empezado a regular formalmente a mediados del 2018.

Estos nuevos canales ayudaron a la creación de la figura necesaria para la promoción de viviendas bajo el esquema de preventas, garantizando así el buen uso de los dineros invertidos por los propietarios futuros de los inmuebles. El esquema de las fiduciarias asegura los recursos entregado previamente al inicio de las obras y se gestiona de tal manera que se pactan desembolsos o giros hacia el constructor de manera periódica y pactados previamente según el avance de obra. En el caso de no cumplir las expectativas de ventas o el punto de equilibrio del proyecto -momento en donde se daría el inicio de obra- la entidad fiduciaria haría retorno de la inversión inicial según hayan sido las obligaciones contractuales del proyecto inmobiliario (Fiduciaria Bancolombia S.A. - Sociedad Fiduciaria, 2018).

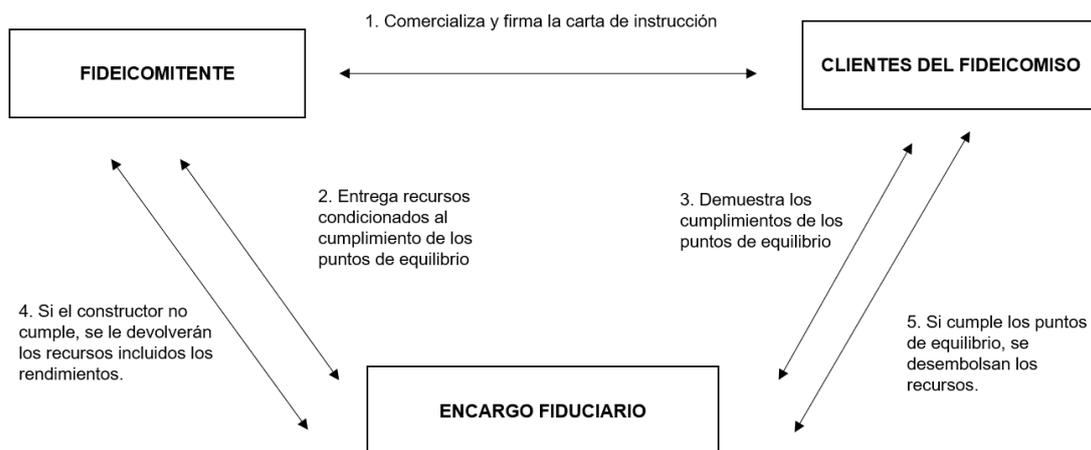


Ilustración 2 Esquema Fiduciario, Elaboración propia basado en Fiduciaria Bancolombia

### 2.2.1. El esquema de fiducias

La historia de la fiducia en Colombia se remonta al año 1923 cuando se incorporó por primera vez dentro de la legislación vinculante del sector financiero (Dinero, 1997). Los contratos fiduciarios se atendían desde secciones fiduciarias que hacían parte de la estructura administrativa de los bancos. Posteriormente, en 1971, el Código de Comercio permitió que la fiducia también pudiera ser desarrollada por sociedades anónimas independientes, especializadas, diferentes de los bancos, con lo cual se dio origen a las sociedades fiduciarias. En el año 1990, bajo la ley 45 del mismo año, se realizó la reforma financiera y determinó que el negocio fiduciario solo lo podían hacer sociedades fiduciarias.

La superintendencia financiera de Colombia enuncia las sociedades que obran como entidades fiduciarias las que tengan como objeto: *“... la realización de inversiones, la administración de bienes o la ejecución de actividades relacionadas con el otorgamiento de garantías por terceros para asegurar el cumplimiento de obligaciones, la administración o vigilancia de los bienes sobre los que recaigan las garantías y la realización de las mismas, con sujeción a las restricciones que la ley establece; obrar como agente de transferencia y registro de valores; obrar como representante de tenedores de bonos; obrar como síndico, curador de bienes o como depositario de sumas consignadas en cualquier juzgado, por orden de autoridad judicial o por determinación de las personas que tengan facultad legal para designarlas con tal fin.* (Superintendencia Financiera de Colombia, 1997)

El rol de las empresas fiduciarias en Colombia ha sido de gran importancia al crear un mecanismo intermedio que genera estabilidad en el proyecto y confianza, tanto para inversionistas, como para aquellos que ejecuten las obras. El beneficio de la figura de la fiducia abarca también el ámbito de los proyectos de iniciativa pública y las APP (alianzas público – privadas). Es así entonces como la inversión privada en masa puede derivar en proyectos donde el estado no contemple el total de los gastos o se ejecuten a modo de concesiones. La banca privada ofrece la figura de fiducia para concesiones<sup>6</sup>, el caso de Fiduciaria Bancolombia, en donde el presidente

---

<sup>6</sup> La fiduciaria Bancolombia en su reporte de 2016 hace el recuento de las concesiones del país; 49 viales, 55 portuarias, 2 férreas, 2 de obra pública férrea, 7 aeroportuarias, 17 aeropuertos y 1 pista de aterrizaje del aeropuerto el dorado. Por otro lado, se proyectaban 19 concesiones de vías de cuarta 1,2 y 3 generación y 40 de la 4 generación con una inversión de 17.1 billones de dólares americanos.

de la fiduciaria Juan David Correa Solórzano explica en el reporte anual de dicha compañía para el año 2016, “El papel de las fiduciarias en las concesiones se evidencia dentro de las obligaciones del concesionario, dictadas por la ley dentro de las cuales se encuentran: Constituir un Fideicomiso, recaudar los dineros a través de este fideicomiso, suministrar e instalar los equipos requeridos, financiar el proyecto, adquirir los predios y administrarlos a través del fideicomiso.”(Correa Solórzano, 2016)

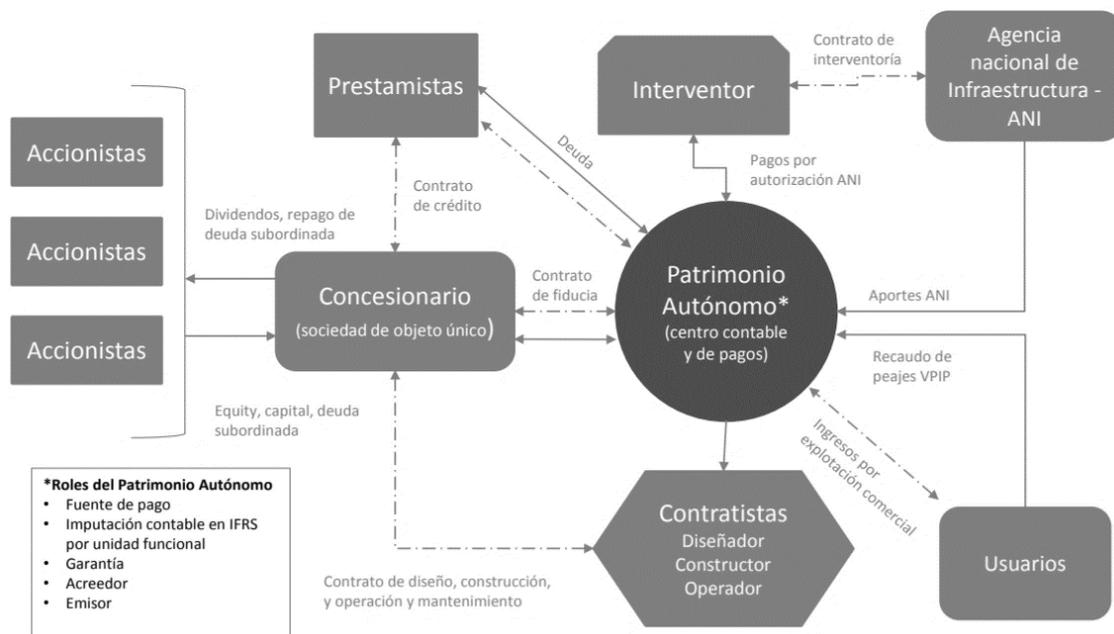


Ilustración 3 Esquema de las APP y la Fiducia. Fuente: Fiduciaria Bancolombia basado en la Agencia Nacional de Infraestructura - ANI

El esquema fiduciario en la industria de la construcción representó una posibilidad de financiamiento alternativo como lo pueden ser las preventas, a cambio de un inmueble, por ejemplo, o en otro caso se puede hacer un aporte en dinero el cual se traducirá en “Fidis” o derechos fiduciarios internacionales. El economista Sergio Rodríguez los define como “...la adaptación criolla de los REIT<sup>7</sup> - Real Estate Investment Trusts en Estados Unidos- un vehículo de inversión inmobiliaria basado en la figura del fideicomiso con oferta pública.” (Vanguardia Liberal, 2011). Estos representaron el primer acercamiento a la financiación en masa para los proyectos inmobiliarios y actualmente las plataformas como Prodigy Network explotan esta

<sup>7</sup> Real Estate Investment Trust (en España Socimi, acrónimo de Sociedad Cotizada Anónima de Inversión en el Mercado Inmobiliario) a las sociedades de inversión que son dueñas de activos inmobiliarios y cuyos ingresos proceden fundamentalmente de los alquileres de los mismos. Cotizan en bolsa y tienen que repartir dividendos todos los años, definición de Wikipedia.

modalidad para la promoción de sus proyectos de construcción en Colombia y Estados Unidos de América (Niño Galeano, 2016). Aunque el esquema no se ha utilizado para proyectos de iniciativa pública, es un buen ejemplo de acercamiento al crowdfunding inmobiliario actual. Sin embargo, las plataformas de financiamiento en masa que existen en Europa y América del Norte no han sido gestadas aún en Colombia aun; a continuación, se explicará la actual legislación que hace el primer acercamiento de regular el crowdfunding como herramienta de financiamiento.

### 2.2.2. Decreto 1357 de 2018 Colombia

El 31 de julio del 2018 el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, gestó la nueva legislación que regula la actividad de financiación colaborativa en específico el crowdfunding. El propósito de esta nueva regulación es el de promover el flujo de recursos para las pymes (pequeñas y medianas empresas) y la innovación financiera en el país (Portafolio, 2018b). Este marco regulatorio explora varios factores importantes al momento de regular la financiación, sin embargo, no especifica la práctica en el sector inmobiliario; las políticas planteadas en este decreto abarcan todas las actividades comerciales. Se estipulan en este texto legislativo dos modalidades de financiación en masa:

- a. Financiación colaborativa a través de valores representativos de deuda.
- b. Financiación colaborativa a través de valores representativos de capital social.

Este decreto define la actividad de la financiación colaborativa como una más dentro del mercado de valores – algo parecido como lo que se puede ver en la legislación española – es decir, todo el intercambio de estos activos se podrá dar en la bolsa de valores, las empresas administradoras de negociación de estos y las sociedades anónimas creadas exclusivamente para este fin; la Superintendencia Financiera de Colombia será el ente regulador de esta actividad.

La importancia de regular el financiamiento en masa radica en la protección del inversionista ya que *“...existir el riesgo de que el proyecto sea falso o que no sea real. También puede ocurrir que el emprendedor no entregue lo que dijo. Entonces, las plataformas deben estar ahí para preselección a las personas que sean fiables.”* Como lo determina Carmen Goytre, experta en

transformación digital y negocios de la EAE Business School, cuando fue consultada por la revista Portafolio en su paso por Colombia en el 2018 (Portafolio, 2018a). Por otro lado, las empresas que buscan financiación deben ser también protegidas antes inversionistas que no tengan conocimiento del negocio a realizar, aquellos que puedan tener problemas legales con los fondos a invertir; específicamente el decreto busca abordar la problemática de administración del riesgo de lavado de activos y financiación del terrorismo para los receptores y aportantes (Ministerio De Hacienda y Crédito Público, 2018).

En cuanto a la clasificación de los actores interesados, la legislación determina 3 en concreto; el inversionista -los cuales pueden ser personas naturales, jurídicas -nacionales colombianos o extranjeros- también la plataforma y la empresa o proyecto productivo. En el primer caso, es importante recalcar que se señalan dos tipos de inversionistas o aportantes, aquellos denominados “Aportantes Calificados” y “No Calificados” que son determinados de la siguiente manera.

Calificados: Tienen uno o más de los siguientes factores:

- a) Un patrimonio igualo superior a diez mil (10.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV)<sup>8</sup>.
- b) Ser titular de un portafolio de inversión en valores, distintos a valores de financiación colaborativa, igualo superior a cinco mil (5.000) salarios mínimo-mensuales legales vigentes (SMMLV).
- c) Tener la certificación de profesional del mercado como operador expedida por un organismo autorregulador del mercado de valores.
- d) Tener la calidad de entidad vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia.
- e) Ser un organismo financiero extranjero o una multilateral.

---

<sup>8</sup> El salario mínimo legal vigente (SMMLV) para el año 2018 en Colombia fue de \$781.242 pesos (cerca de 218 euros con la tasa de cambio de septiembre 2018), lo que representa un incremento del 5,9 % respecto al año anterior.

Para determinar los “Aportantes No Calificados”, se determina que son aquellos que no cumplen con la condición de Aportante Calificado.

Esta modalidad de clasificación puede ser heredada de la legislación española que regula esta misma actividad. Esta clasificación es importante al momento de determinar el tope de los montos a financiar. Siguiendo con la premisa de cuidar a los inversionistas, el gobierno colombiano determina que el monto máximo para la financiación de los proyectos de la siguiente manera: Ningún proyecto podrá sobrepasar los 10,000 SMMLV (7,811,242,000 COP o 2,183,824 EUR) pero hace la anotación que, si el proyecto es financiado solamente por inversionistas No Calificados, como las personas naturales en su gran mayoría, el tope de financiación será de 3,000 SMMLV (2,343,726,000 COP o 655,246 EUR). Es importante resaltar que un proyecto podrá financiarse por más de una entidad mediadora de crowdfunding, generando una oportunidad para aquellas iniciativas que sean de inversiones significativamente grandes como lo pueden ser las de infraestructuras viales o equipamientos de gran escala.

Otro factor importante dentro de la nueva legislación colombiana es el acceso a la información, tanto del proyecto como de los inversionistas. Aunque la ley no permite hacer afirmaciones acerca de la rentabilidad esperada del proyecto, se requiere que la plataforma de crowdfunding sea totalmente transparente respecto a los planes de negocio, flujos de caja, publicidad, cronogramas demás información relevante para tomar una decisión consciente y sin sesgos. Por parte del proyecto, se busca tener acceso a toda la información de los inversionistas como lo pueden ser, montos aportados, legalidad de los fondos, nombres y certificaciones pertinentes para la buena gestión del dinero. Como última medida, la legislación busca regular el desembolso de los recursos al proyecto cuando este haya cumplido su meta, y en el caso contrario, hacer devolución de la totalidad del dinero en 30 días cuando no se cumplan el porcentaje mínimo de financiación. Teniendo en cuenta que el 40% de los proyectos de crowdfunding son exitosos o que llegan a su mínimo de financiación (Portafolio, 2018a), es importante plantear estrategias nuevas de mercadeo para fomentar la micro inversión y que los proyectos se lleven a cabo.

Teniendo en cuenta la historia aprendida con la experiencia de las fiduciarias en Colombia y el modelo de preventas, se podría pensar que adoptar el esquema de crowdfunding inmobiliario en el país no va a estar lejos de la realidad actual. Se presenta como una oportunidad de hacer micro inversiones en un portafolio grande de proyectos importantes en un mercado considerado como de los más estables. En cuanto al financiamiento de proyectos de iniciativa pública, el

decreto no describe en específico ningún caso, ni regula esta práctica. Sin embargo, sabiendo la dinámica de la figura fiduciaria para concesiones públicas, la figura de promotor intermediario por medio de una plataforma de crowdfunding podría ser viable; la creación de una APP (Alianza público – privada) la cual involucre los fondos recaudados por inversión masiva y gestionados por una entidad prestadora de servicios fiduciarios para el beneficio de un proyecto de iniciativa pública.

### *Algunas apreciaciones del contexto jurídico del crowdfunding*

La concepción de las leyes referentes al mercado del crowdfunding en Colombia y España muestra la tendencia mundial acerca de la regulación y protección al inversionista. Ambos países tienen explícitamente apartados que detallan la distinción de los tipos de inversores y los montos topes de financiamiento, así como el dinero a aportar. Este último concepto es altamente limitante en el contexto del mercado inmobiliario ya que se fija un tope de alrededor de 2 millones de euros en ambos casos, limitando por completo el producto inmobiliario a desarrollar. En este sentido la mera idea de promover proyectos de iniciativa pública es altamente improbable ya que las inversiones en la infraestructura de gran escala sobrepasan estos topes de manera significativa. Sin embargo, hay muchas actuaciones de proyectos públicos que entran dentro del margen establecido y se pueden presentar dentro de un portafolio de inversión interesante; las infraestructuras peatonales y de bicicletas, parques y algunos edificios de equipamientos comunales son propicios para enmarcar dentro de este ámbito.

## 3. Crowdfunding

### 3.1. *Historia*

En el concepto moderno de crowdfunding se pueden desglosar cuatro grandes categorías: donaciones, recompensas, préstamos y equity based; el cual será el objeto de estudio referente a la investigación de este trabajo. La definición de estas cuatro modalidades de micro financiación en masa ha sido producto de situaciones particulares en la historia; aunque el termino no sea ajeno anteriormente, el canal de distribución de la información, el contexto socioeconómico y el

acceso a la tecnología, han sido protagonistas en la conceptualización precisa en cada uno de estos casos. A raíz de la crisis económica de la década pasada.

Tabla 1 Ventajas y Desventajas del Crowdfunding. Tomado de (Marchand, 2016)

| <b>Ventajas y Desventajas del Crowdfunding</b>                                  |   |
|---|---|
| <b>Ventajas</b>   | <b>Desventajas</b>  |
| Se tiene el control de todo (costos, tiempo, entrega, creatividad).             | Conocimiento adicional sobre marketing de consumo, redes sociales y visión, marketing y ejecución)<br>las técnicas de marketing social pueden ser necesarias para lanzar con éxito. |
| Prueba la popularidad del proyecto y del modelo.                                | Puede ser un proceso estresante.  |
| Los patrocinadores comercializarán su producto a sus amigos y contactos.        | La idea está públicamente expuesta.   |
| Posibilidad de recaudar grandes cantidades de capital necesario.                | Demanda mucho trabajo de autopromoción y de manejo mediático en las redes sociales.   |
| Posibilidad de recibir consejo de los inversionistas que puede ser muy valioso. | Deber ser una idea suficientemente atractiva en concepto para atraer una gran masa de inversionistas necesarios para el éxito de la campaña desde el inicio.                        |
| Prueba el acercamiento de mercadeo del producto.                                |   |

### 3.1.1. Crowdfunding por Donaciones

El crowdfunding es un concepto que resume el acto de financiar una causa de manera masiva, aportaciones colectivas, o el recaudo de fondos de múltiples individuos para un objetivo o proyecto único. Este anglicismo se puede traducir en España como *micro mecenazgo*, financiación en masa o financiación colectiva. No es un fenómeno nuevo ni un concepto ajeno, sin embargo, el crowdfunding moderno nace de una articulación de factores económicos, tecnológicos y sociales que marcan un hito a finales del siglo pasado. Jeremy Cohen define el crowdfunding como la manera de "... *financiar negocios recaudando dinero de un grupo considerable de individuos.*" Como antes mencionado en este trabajo, el financiamiento en masa ha sido relevante en grandes proyectos desde el siglo XIX cuando Joseph Pulitzer, en 1885, recaudó \$2.5 millones de dólares por medio de una campaña mediática en el periódico *The New York World* los cuales eran necesarios para la construcción del basamento de la futura Estatua de la Libertad en Nueva York (Cohen, 2016). El crowdfunding por medio de donaciones (sin interés de recompensa o lucro) es la primera modalidad de financiamiento en masa moderno para un bien inmueble.

Las organizaciones de caridad han fomentado las donaciones desde mucho antes que el concepto de financiamiento colectivo existiera. El ejemplo contemporáneo de este tipo de modalidad es el caso de GoFundMe. En el 2010 nace esta plataforma pionera basada en las donaciones para financiar campañas que se catalogan en más de 12 categorías que van desde negocios, deseos personales, viajes, voluntariados o hasta proyectos sociales. Al día de hoy GoFundMe ha recaudado más de \$4 billones de dólares, posicionándola como la primera plataforma online para este fin en el mundo (GoFundMe, 2018a). La plataforma se financia cobrando una tasa de 5% por cada campaña y por cada transacción el usuario también para un recargo. Esta plataforma ha anunciado este año la creación de CrowdRise, a diferencia de su gestora, esta iniciativa busca financiar proyectos e iniciativas sin ánimo de lucro, este servicio maneja tasas de manejo que van desde 5% y bajan dependiendo del plan y el tamaño de la campaña. (GoFundMe, 2018b)(CrowdRise, 2018).

### 3.1.2. Crowdfunding por Beneficios

Se basa en la participación en proyectos, aportando el monto de financiamiento solicitado, a cambio de alguna recompensa o beneficios exclusivos a los donantes; preferencias en las fechas de recibo del proyecto a financiar, menciones especiales, discos autografiados, o alguna variación de estos. La evolución del crowdfunding moderno ha sido condicionada por varios factores situacionales, como se ha descrito en este documento; social, económico y, sobre todo, el tecnológico. Se puede hablar de un hito inicial para determinar el crowdfunding moderno. Martín E. Paolantonio describe la incursión de la Web 2.0 como fundamental para la gestación de las plataformas de financiamiento masivo. Este instante se plasma en el cambio de siglo, cuando el internet migra de uso principal cuando las páginas dinámicas facilitaron el intercambio de información y la interacción entre los visitantes a la vez que la creación de contenido. Este es el momento en cuando el concepto de las redes sociales y la colaboración entre usuarios entra en la dinámica de la red mundial (Paolantino, 2014). Los avances tecnológicos fueron fundamentales para consolidar el financiamiento en masa contemporáneo. Nace como una plataforma de ayuda y soporte para creadores por medio de pagos online; *Marillon*, una banda de rock británica recaudó \$60,000 dólares de sus fans, de manera online, para financiar un tour por los Estados Unidos de América. Este movimiento masificado y el éxito de este llevó a la

creación de ArtistShare, la primera plataforma online dedicada completamente al financiamiento en masa online (Cohen, 2016).

Brian Camelio, programador y músico de Boston, fundó en el 2003 esta plataforma. Nació como un portal web en donde los artistas podían buscar donaciones de sus fans para producir grabaciones digitales; evolucionó al mercado de la filmografía y contempló proyectos de fotografía también. El primer proyecto de crowdfunding de ArtistShare nació como la apuesta para financiar el álbum de Jazz de Maria Schneider, se presentó una campaña de financiación en donde diferentes rangos de donaciones representaban diversos de recompensas para los donantes; cualquier donante tendría la posibilidad de descargar el álbum de manera anticipada, donaciones de \$250 dólares o más serían mencionados en el librito del álbum, y aquellos que donaran \$10,000 dólares o más serían nombrados productores ejecutivos. La campaña recaudó \$130,000 dólares, haciendo exitosa la producción el álbum el cual ganó un Grammy (Freedman & Nutting, 2014). En este momento se puede determinar la creación del *crowdfunding basado en recompensas*, el segundo tipo de crowdfunding explicado en este trabajo; aquel que busca financiamiento en dinero a cambio de bienes materiales o, en este caso, beneficios especiales.

Posteriormente, en 2008 y en el 2009 se fundaron Indiegogo y Kickstarter de manera respectiva. Estas plataformas profundizaron en los mercados creativos y artísticos incluyendo incursiones en la moda, diseño, danza, filmografía y literatura entre otros. Sin embargo, estas plataformas también incluyeron dentro de su portafolio campañas de causas sociales como iniciativas de educación, animales, religión comunidad y medioambiente. Indiegogo y Kickstarter además fueron la primera piedra de varios emprendimientos en los sectores de la tecnología, comida, juegos de video y la publicidad. Más de 265,000 campañas de financiamiento masivo se han fundado desde la creación de estas plataformas cuya tasa de éxito<sup>9</sup> ha sido de 36 por ciento (Freedman & Nutting, 2014) demostrando la dificultad real para la consecución de fondos en estas campañas. La mayoría de los proyectos no llegan a ser financiados en su totalidad o no cumplen con los pactos de cronograma establecidos al principio del proyecto. Es en este instante donde el crowdfunding por recompensas flaquea al crear un limbo financiero para los inversionistas ya que, aunque se estipule que las inversiones tienen un riesgo, no es fácil determinar si la campaña devolverá o no los fondos de arranque en caso de no ser exitosos. Esta incertidumbre legal ha sido tema de debate cuando se ha planteado regular las plataformas de

---

<sup>9</sup> El éxito de una campaña de crowdfunding se mide al cumplir el mínimo de financiamiento requeridos por el proyecto.

crowdfunding en la actualidad, centrando la prioridad en la seguridad del inversionista, así como la transparencia de la operación.

En la historia del financiamiento en masa por recompensas se pueden resaltar múltiples ejemplos de éxito y que generaron un gran impacto social siendo innovadores y pioneros en el momento. En primer lugar se puede exponer el caso de la financiación de la campaña presidencial de Barak Obama en el año 2008, por medio de cadenas de correos electrónicos y campañas por redes sociales, esta iniciativa recaudó más de \$500 millones de dólares provenientes de 6.5 millones de personas<sup>10</sup> online (Cohen, 2016). Por otro lado, una de las campañas de crowdfunding más exitosas de la historia ha sido el caso de *Pebble*, uno de los arquetipos de reloj inteligente que prometía características supremamente innovadoras para su momento; estar conectado en el celular, monitorear el rendimiento deportivo entre otros. La campaña promovida en los meses de abril y mayo de 2012 buscaba recaudar 10,000 dólares con inversiones desde 99 dólares, cuyo beneficio era obtener un precio de preventa menor al del momento del lanzamiento. Esta iniciativa recaudó más de \$10 millones de dólares en el tiempo de consecución de recursos, mostrando un sobrepaso de 1,000% respecto a la meta original. Como estos casos mencionados hay múltiples ejemplos, sin embargo, es preciso recalcar que la tasa de éxito de las campañas apenas llega al 40% dejando un gran vacío para mejoras en cuanto a la confianza de los inversionistas y los requisitos explícitos de los proyectos a postularse.

Proyectos financiados con éxito

| Categoría | Proyectos financiados con éxito | Menos de 1.000 \$ recaudados | 1,00 \$ a 9.999 \$ recaudado | 10,00 \$ a 19.999 \$ recaudado | 20,00 \$ a 99.999 \$ recaudado | 100 K \$ a 999.999 \$ recaudado | 1 M \$ recaudado |
|-----------|---------------------------------|------------------------------|------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|------------------|
| Todas     | 150.331                         | 18.801                       | 82.981                       | 21.651                         | 21.525                         | 5.055                           | 318              |

Proyectos financiados sin éxito

| Categoría | Proyectos financiados sin éxito | 0 % financiado | 1 % a 20 % financiado | 21 % a 40 % financiado | 41 % a 60 % financiado | 61 % a 80 % financiado | 81 % a 99 % financiado |
|-----------|---------------------------------|----------------|-----------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Todas     | 263.099                         | 55.314         | 165.030               | 25.724                 | 10.404                 | 4.043                  | 2.582                  |

Ilustración 4 Estadísticas históricas Kickstarter, Fuente <https://www.kickstarter.com/help/stats?ref=global-footer>

<sup>10</sup> Esta campaña fue una de las primeras maneras de masificar la importancia del “pequeño donante” haciendo relevante cada una de las personas involucradas sin importar el monto de la donación. Es un enfoque social el cual desencadenó un pensamiento en el colectivo ciudadano que “entre todos podemos más”, insignia de las campañas de crowdfunding contemporáneas.

### 3.1.3. Crowdfunding por Préstamos

El éxito de la campaña y el dinamismo generado por ArtistShare, generó un nuevo movimiento en pro del interés del financiamiento alternativo, la facilidad otorgada por el internet mudó la búsqueda de donaciones puerta a puerta, a modalidad online. En el 2005 se crea la plataforma Kiva, intencionada en función de hacer préstamos en zonas con vulnerabilidad de pobreza alrededor del mundo (Cohen, 2016). El modelo se distancia de las donaciones y las recompensas teniendo en cuenta que un grupo de donantes genera un fondo prestamista el cual, al ser exitosa la campaña, el préstamo es pagado sin ningún tipo de interés<sup>11</sup> hacia los prestamistas. Con una tasa de repago del 97% (Kiva Org, s. f.), Kiva sigue siendo exitosa y continua su operación en el 2018 habiendo recaudado más de \$152 millones de dólares el año pasado.

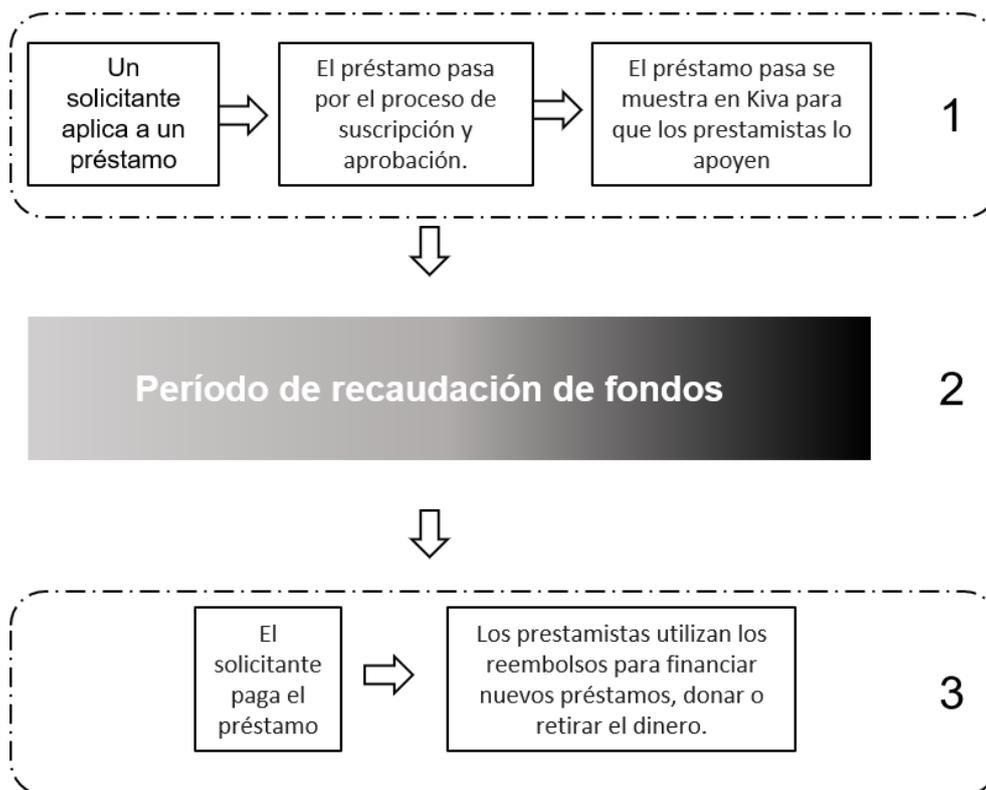


Ilustración 5 Modelo de negocio Kiva, Crowdfunding por Préstamos. Elaboración propia basado en la información de Kiva.

<sup>11</sup> Kiva se financia por medio de un interés sobre el préstamo al momento del pago para hacer efectiva su operación. <https://www.kiva.org/about/how>

Freedman y Nutting describen en su texto que, a raíz de la crisis económica mundial del 2008 y 2009 los préstamos de igual a igual (peer to peer o P2P (Ángel et al., 2014) como se conoce en inglés) se popularizaron como manera alterna de solicitar créditos por fuera del sistema financiero tradicional. Esta cultura emergió en el 2005 en el reino unido y en el 2006 en los Estados Unidos de América como vehículo alternativo de inversión. Esta modalidad permite a los solicitantes aplicar a préstamos desasegurados, o no respaldados por incidencias colaterales, cuyo financiamiento es dado por individuos buscando un retorno sobre la deuda. La plataforma se lucra por medio de estos intereses<sup>12</sup> generados y procura que el proceso de aplicación a los préstamos sea sencillo y simple, haciendo esta modalidad altamente interesante para los solicitantes, respecto al sistema tradicional bancario (Freedman & Nutting, 2014).

En la actualidad hay varias plataformas que facilitan el préstamo bajo la modalidad de lending crowdfunding. Lending Club nació en el 2007 y se ha consolidado como la plataforma online más relevante en el mercado norte americano, donde más de 2.5 millones de personas hoy en día han solicitado préstamos para financiar proyectos o simplemente como un método de escape para solventar problemas personales. La plataforma simplifica el proceso de adquisición de un crédito, financiado por el “club”, el cual puede estar orientado en cuatro grandes categorías:

- Préstamos personales: hasta \$40,000 dólares con tasa de interés fijo.
- Préstamos para negocios: desde \$5,000 hasta \$300,000 dólares con tasa de interés fijo.
- Auto refinanciación para el coche: Refinanciar el sado de una deuda para un carro.
- Patient Solution: Para efectos de cuentas médicas.

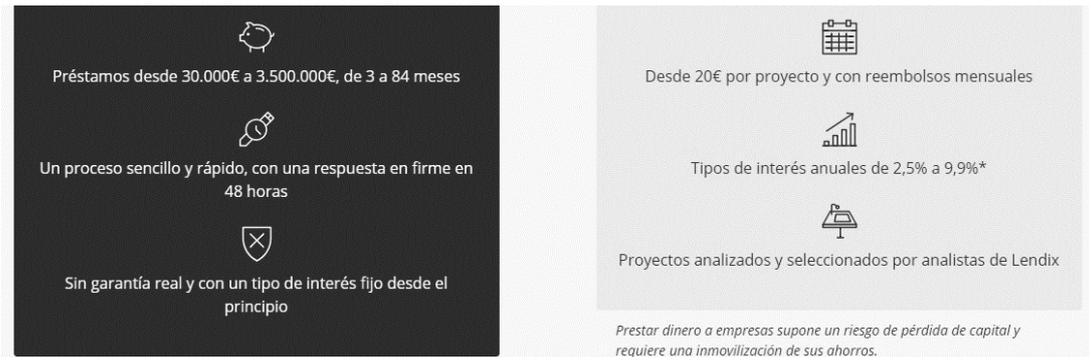
En el contexto español, Lendix, está registrada como plataforma de financiación participativa por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), conforme a la Ley 5/2015<sup>13</sup>, con número de registro 8, desde el 14 de octubre de 2016 (Lendix, s. f.). La plataforma española maneja un esquema similar a su símil norte americano; el proyecto se postula para selección ante un tribunal el cual lo aprueba o no. Se financian desde 30,000 a 3,5 millones de 3 a 84 meses con un interés

---

<sup>12</sup> Plataformas como Lending Club cobran a los solicitantes un interés de 24.44 %, para operaciones riesgosas, y hasta 7.65% cuando el riesgo es bajo.

<sup>13</sup> Esta ley regula el actuar de las plataformas de crowdfunding en España desde el 2015, se explicará en detalle en el capítulo jurídico de este trabajo.

fijo. Por parte de los inversionistas, se presenta como una oportunidad para ingresar con un mínimo de 20 euros con una tasa de retorno del 2,5% al 9.9% dependiendo del riesgo de la operación. Lendix enuncia en su portal web que el 100% de los proyectos seleccionados por los expertos del tribunal, han sido financiados con éxito; otorgándose así el nombre de “la 1ª plataforma europea de préstamos a empresas”.



The image shows a screenshot of the Lendix website interface, divided into two main sections: a dark grey left panel and a light grey right panel.

- Left Panel (Dark Grey):**
  - Icon: Piggy bank. Text: "Préstamos desde 30.000€ a 3.500.000€, de 3 a 84 meses"
  - Icon: Key. Text: "Un proceso sencillo y rápido, con una respuesta en firme en 48 horas"
  - Icon: Shield with an 'X'. Text: "Sin garantía real y con un tipo de interés fijo desde el principio"
- Right Panel (Light Grey):**
  - Icon: Calendar. Text: "Desde 20€ por proyecto y con reembolsos mensuales"
  - Icon: Bar chart with an upward arrow. Text: "Tipos de interés anuales de 2,5% a 9,9%\*" (Note: the asterisk is present in the original image)
  - Icon: Gavel. Text: "Proyectos analizados y seleccionados por analistas de Lendix"

At the bottom of the right panel, there is a disclaimer: "Prestar dinero a empresas supone un riesgo de pérdida de capital y requiere una inmovilización de sus ahorros."

Ilustración 6 Estado actual de la plataforma Lendix, Tomado de <https://es.lendix.com/>

### 3.1. *Equity Crowdfunding*

En este modelo los donantes se convierten en inversionistas, se compromete un capital abonado hacia una iniciativa, la cual obtiene un beneficio traducido en acciones o participación en el negocio; se realiza por medio de una plataforma online que hace las veces de mediadora, receptora de los fondos y modera la campaña por el tiempo en que se ha planteado la financiación. El éxito de las plataformas online para la consecución de recursos para proyectos por donaciones y, sobre todo, aquellas que obtenían un beneficio, fue fundamental para influenciar el mercado capitalista para cuestionarse el financiamiento tradicional que hasta el momento se había manejado. Inevitablemente los fondos privados, que tienen como objeto social la búsqueda de recursos para proyectos, encontraron en la micro financiación un nuevo vehículo de inversión. Los startups con ángeles inversionistas determinaron que el poder de internet y las redes sociales eran un canal muy poderoso para llegar a las masas y obtener los recursos necesarios para sus proyectos; los mecanismos de comunicación eran muy efectivos, las plataformas online ofrecían simplicidad en el proceso y el tiempo de en qué se conseguían los recursos disminuía de casi un año a prácticamente semanas (Freedman & Nutting, 2014).

Adriana Niño Galeano describe esta modalidad de crowdfunding como aquella en que *“intermedian acciones participaciones en una empresa - generalmente Startups en sus primeras fases-, fijando un objetivo de inversión y un porcentaje de capital para ofrecer a cambio-. De acuerdo con el BBVA Research, este es uno de los éxitos de las plataformas de CWF, porque pone a disposición de pequeños inversores “instrumentos financieros similares a los ya existentes de renta fija o variable pero a través de participaciones de cuantías muy inferiores a las tradicionales e invirtiendo en proyectos de empresas más cercanas al inversor”* Una vez se alcanza el objetivo de inversión, se transfiere el dinero y el inversor recibe a cambio las acciones o participaciones (Cuesta et al., 2015; Niño Galeano, 2016).

En el año 2009 Grow VC Group lanzó un proyecto beta de inversión online que buscaba romper el esquema tradicional de financiamiento para startups y resolver el problema principal de incubadoras de emprendimientos; ser excesivamente locales (Kukkonsuo, 2009). Esta iniciativa buscaba explorar la posibilidad de explotar el alcance del internet y las redes sociales para financiar proyectos relacionados con la tecnología, el caballo de batalla de este proyecto era concentrar todo el modelo de inversión/financiación desde la misma plataforma online. En el año 2011, la primera plataforma concebida para este fin fue lanzada en los Estados Unidos de América; ProFounder<sup>14</sup> incursionó en el mercado como una comunidad online de consecución de recursos para empresas pequeñas o startups, sin embargo, decidió cerrar en el 2012 (Rao, 2012) al tener problemas regulatorios con su operación y al no existir una legislación que abarcara de manera acertada la dinámica de este nuevo movimiento, ligado al mercado de valores.

### 3.1.1. The JOBS Act

Luego que la campaña política de Barak Obama fuera financiada de manera participativa, en el año 2012 se presentó la *Jumpstart Our Business Startups Act*, Crowdfound Act o JOBS Act como referencia. Esta ley buscaba el impulso de la financiación de startups y pequeñas industrias emergentes durante el inicio de la década en el país norteamericano. El fundamento de esta legislación se centraba en ablandar las regulaciones de inversión que habían sido estrictamente

---

<sup>14</sup> La plataforma online Crunchbase resume la operación de ProFounder con 4 inversiones hechas y 460,000 dólares recogidos durante el tiempo que estuvo funcionando. <https://www.crunchbase.com/organization/profounder#section-overview>

estrechadas en el 2002 por la ley Sarbanes–Oxley<sup>15</sup>. Uno de los mayores cambios en la regulación fue despenalizar o permitir a las empresas recolectar capital de inversionistas no acreditados por medio de canales públicos (Patricia Robles, 2012), de esta manera se creaban los cimientos para las plataformas de inversión en masa que conocemos hoy en día. Consecuencia de ello, se organizaron organizaciones americanas para dar educación y orientación legal hacia el equity crowdfunding como lo son la *National Crowdfunding Association*, *Crowdfunding Professional Association* o el *CrowdFund Intermediary Regulatory Advocates*.

El esquema de inversión resultante, después de la JOBS Act, emulaba la transmisión de valores de una compañía hacia múltiples micro inversionistas. Las empresas que se postulaban para ser financiadas en estas plataformas podrían atraer inversiones convencionales en búsqueda de un retorno sobre la inversión del proyecto. La transmisión de los derechos de posesión de estos activos se iba a poder regular como valores comunes y serían comercializados como acciones dentro del mercado de valores tradicional.

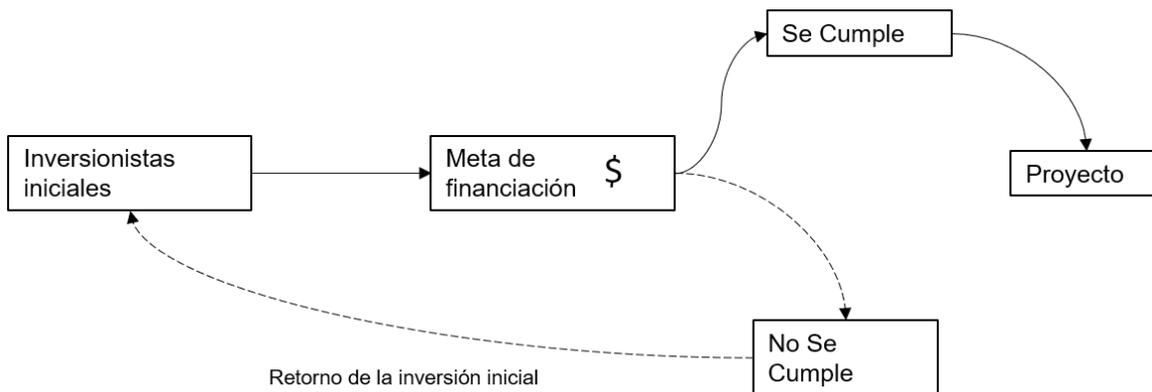
### 3.1.2. Experiencias globales

Plataformas como CrowdCube y Seedrs<sup>16</sup> incursionaron en el Reino Unido en el 2011, la primera aboga por un modelo que denomina “*all or nothing*” en donde el proyecto debe ser totalmente financiado y en caso contrario, la inversión inicial sería devuelta completamente a los inversionistas; en la actualidad esta plataforma cuenta con casi 600 mil miembros registrados (CrowdCube, 2018). Otras iniciativas como Exorot, en Europa, también invertía con capital propio en los proyectos promocionados, haciendo así una plataforma mixta en donde la meta de financiación era lograda con impulso de los mismos promotores del proyecto.

---

<sup>15</sup> La ley de la reforma a la contabilidad pública de empresas y de protección al inversionista de EE.UU.

<sup>16</sup> Seedrs ha recaudado más de 31.8 millones de euros para startups y ofrece posibilidades de inversión automática para facilitar el proceso.



Il·lustració 7 Diagrama de "all or nothing" Elaboración Propia basado en CrowdCube

Angellist, fundada en el 2010, es una de las plataformas originales que siguen vigentes y fieles a su propósito inicial. Busca ser un intermediario entre empresas de tecnología carentes de financiamiento, y ángeles inversionistas (Martucci, 2017). CircleUp propone un modelo en el cual se ofertan acciones de la empresa directamente en la plataforma, cuando esta se encuentra en proceso de búsqueda de financiamiento, o, el inversionista puede participar en "Círculos" de inversión en donde se compran acciones de varias empresas al tiempo dentro de un mismo sector industrial; reservado casi siempre a inversionistas profesionales con una dinámica similar a la bolsa de valores. Crowdfunder por otro lado, se enfoca en mercados de innovación tecnológica no tradicionales centrada en energías renovables, bienes raíces en África y también productos de consumo pioneros. Es destacada por su profesionalismo en listar las métricas de las inversiones, proyecciones financieras detalladas, planes de negocio que son visibles públicamente, inclusive a las personas no registradas en la plataforma, sin embargo, la plataforma no realiza transacciones "in-house" y depende de un actor externo para estos fines. EquityNet se otorga el nombre de la "plataforma de equity crowdfunding original". Fundada en el 2005, posee la única patente para este concepto (Martucci, 2017); esta plataforma comparte muchas similitudes con el resto de las mencionadas en este trabajo, resalta el detalle de las métricas financieras presentadas a sus inversionistas pero difiere con Crowdfunder por solo permitir ver esta información a usuarios registrados. Entra a ser relevante en esta investigación al listar proyectos de inversión inmobiliarios y también en negocios como centros de salud clínicos y otras industrias en las cuales se puede participar con acciones tradicionales del mercado que se comercializan dentro de la misma plataforma; las modalidades de crowdfunding que se vinculan con el mercado de capitales son aquellas que financian el proyecto por la vía de endeudamiento o participaciones de capital, representados por la oferta pública de valores negociables (Paolatino, 2014).

El panorama en Centro y Sur América muestra un gran dinamismo en Brasil, con más de 15 empresas dedicadas al crowdfunding (Universo Crowdfunding, 2018), le siguen Chile y Argentina con 6 y el resto de países de la región cuentan con una o nula presencia de estas plataformas.

### 3.1.3. España, mercado de crowdfunding consolidado

En el contexto español, se encuentran cerca de 20 empresas que permiten la micro inversión a cambio de equity. *“Frente a los business angels o los fondos VC, estas plataformas permiten que normalmente a partir de 1.000 euros, cualquier persona pueda invertir en una empresa emergente. Para las empresas que se encuentran en sus primeras etapas, este tipo de financiación les permite alcanzar una mayor proyección y tener más visibilidad (De Juana, 2017).”* La plataforma Startupxplore es el mayor referente en cuanto a incubadoras de empresas emergentes en el país. Desde el 2014, año que fue fundada, ha financiado 16 operaciones con un capital de inversión de alrededor de 4 millones de euros; la tasa de éxito es cercana al 100% y su comunidad de inversionistas llega a los 5,000. Por otro lado, La Bolsa Social nace en octubre de 2014. Un equipo de profesionales entusiastas se lanzó a crear la Bolsa Social como un agente activo de la transformación ética de la sociedad y las finanzas, convencidos del enorme potencial transformador de la financiación participativa y la inversión de impacto (La Bolsa Social, 2018); denominan esta plataforma como la primera en inversión a empresas con impacto social positivo constatable en la sociedad y el medio ambiente. FellowFounders es una plataforma creada por exdirectivos de la banca que sobresale por los procesos automatizados de evaluación de riesgo en la inversión y la selección de proyectos para sus inversionistas, el nicho de mercado abarca los startups y las pymes; es una de las empresas de fintech<sup>17</sup> autorizada para operar por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y es una reconocida como una de las 100 mejores empresas fintech de toda Europa por la European Fintech Awards, un listado que solo incluye cuatro compañías españolas (De Juana, 2017). Las empresas globalmente acreditadas de equity

---

<sup>17</sup> Financial Technology (en español Tecnología Financiera) es una nueva industria financiera que aplica la tecnología para mejorar las actividades financieras. Fintech son las nuevas aplicaciones, procesos, productos o modelos de negocios en la industria de los servicios financieros, compuestos de uno o más servicios financieros complementarios y puestos a disposición del público vía Internet. Tomado de Wikipedia.

crowdfunding como lo son CrowdCube y CrowdAngel también tienen participación importante dentro del mercado español.

### *3.1.4. Colombia, iniciativas para alcanzar a la tendencia mundial*

La incursión del Equity Crowdfunding en Colombia ha sido mucho más lento que en el resto del globo. Este fenómeno se da principalmente por la ausencia de legislaciones vigentes que regularan esta práctica, solamente hasta el año 2017 el primer proyecto de ley que vinculaba las plataformas de financiamiento en masa con fines de lucro, con el mercado de valores; práctica que ha sido ampliamente aceptada alrededor del mundo. Sin embargo, hay varias plataformas que hoy en día que prestan el servicio de crowdfunding, pocas enfocadas en el retorno de la inversión. YoApoyo es una plataforma que busca apoyar el financiamiento de proyectos de emprendimiento con énfasis artístico, intenciones sociales y personales para que se hagan realidad. Prioriza la consecución de la meta de cada proyecto antes que los beneficios económicos que se obtengan de esta actividad. Si una persona no alcanza a recaudar el total que tenía como objetivo, la plataforma le permite quedarse con el dinero que obtuvo para que siga intentando (Enter.co, 2018). SkyFunders busca financiar proyectos de emprendimiento los cuales se enmarcan bajo la modalidad todo o nada, solamente se liberan los fondos al solicitante en el momento que se cumpla el 100% de la meta de financiación. Lachèvre<sup>18</sup> abarca los proyectos culturales y artísticos, así como campañas sociales; sin embargo, el proceso de operación de esta empresa se asemeja más al micro financiamiento por recompensas ya que promueve incentivos para los inversionistas.

En el panorama general, la incidencia del equity crowdfunding alrededor del globo muestra una actividad similar en el sector financiero, esta nueva modalidad de inversión ha incursionado en la mayoría de los mercados a nivel mundial. Aunque la tendencia principal se centra en los proyectos de innovación tecnológica, de causas sociales o aquellos orientados al arte, el financiamiento en masa también se ha desbordado hacia los mercados más tradicionales; en este caso se va a explorar el del equity crowdfunding en el mercado inmobiliario.

---

<sup>18</sup> LaChèvre promueve proyectos como la participación del equipo de Hockey Subacuático de Colombia en el mundial de ese deporte, las recompensas que ofrecen en este caso en particular se asemejan con los patrocinadores deportivos, participación en las camisetas, souvenirs del equipo, o agradecimiento en las redes sociales.

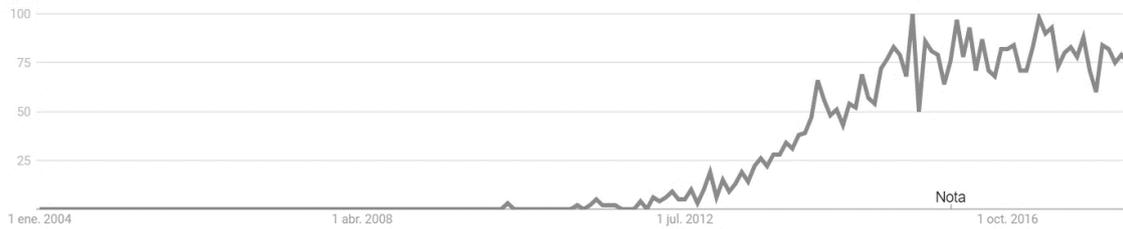


Ilustración 8 Interés a lo largo del tiempo, “crowdfunding” Fuente Google Trends.

### 3.2. Real Estate, Inversión vía crowdfunding para proyectos inmobiliarios

El mercado inmobiliario ha mantenido una figura estable y poco variada desde la década de los años 60 cuando el presidente Norte Americano Eisehower introduce la figura de REIT<sup>19</sup> Act y tiempo la estructura de titulización respaldada por hipotecas comerciales (CMBS) en la década de 1990 (Burgett & McDonald, 2013). Tradicionalmente la inversión en bienes raíces se ha dado por medio de un capitalista, una entidad bancaria que otorga un crédito, fondos de inversión privada o fondos de pensión entre otros. La participación en la industria inmobiliaria siempre había sido asociada a grandes inversiones que la hacían inalcanzable para la gran mayoría; la figura del fideicomiso de inversión inmobiliaria abrió un abanico de posibilidades a inversionistas, de menor escala, y para una variedad de proyectos que cada día crecía más. La figura de los REIT migró en los mercados capitalistas del mundo al igual que el de la figura de las hipotecas comerciales, y se volvió el estándar para la financiación inmobiliaria; se convirtieron en enclaves en la línea del tiempo de la historia de los desarrollos inmobiliarios.

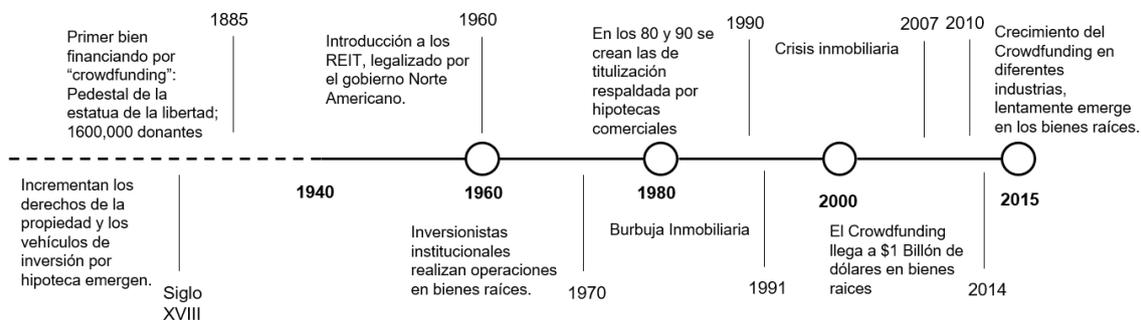


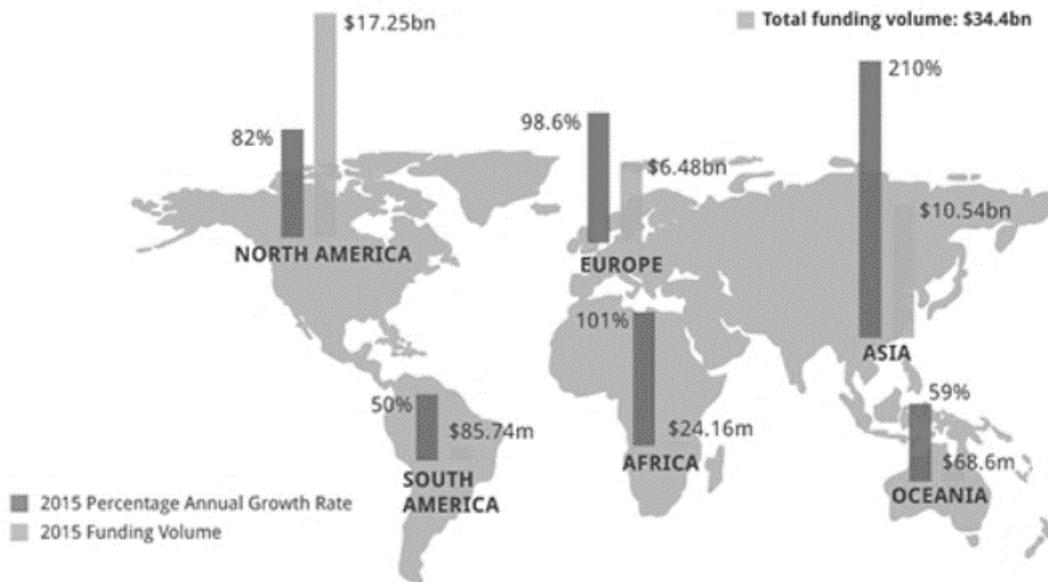
Ilustración 9 Línea del tiempo de la inversión en bienes raíces, Elaboración propia basado y traducido de F.Marchand.

<sup>19</sup> REIT (Real Estate Investment Trust) Fideicomiso de Inversión Inmobiliaria.

Esther Hernández Sainz expone en su texto que en el mercado español *“En principio, la mayoría de las modalidades de crowdfunding podría adaptarse a proyectos inmobiliarios. De hecho, incluso las modalidades de financiación participativa gratuita o sin retribución se utilizan en el ámbito de cooperación al desarrollo para la construcción de infraestructuras sanitarias o educativas en España”* Sin embargo, *“la mayoría de las plataformas de crowdfunding inmobiliario que se han constituido y operan en España optan por el modelo de equity crowdfunding, mediante la constitución de sociedades limitadas, o en alguna ocasión anónimas, que adquieren los inmuebles en los que se invierte y en cuyo capital participan los potenciales inversores suscribiendo participaciones o en su caso, acciones”* (Hernández Sainz, 2017).

### *3.2.1. Crecimiento masivo y oportunidades de inversión global*

Es importante plasmar en la línea del tiempo el surgimiento de las plataformas de financiamiento en masa. En el año 2015, Estados Unidos de América reportó la mayor participación en dólares en inversiones crowdfunding en el mundo con 17.25 billones, sin embargo J.Cohen, citando a *Massolution* en su reporte del mismo año, otorga el tremendo crecimiento de esta práctica al crecimiento debido al mercado asiático de un 210% aumentando el valor de los proyectos de crowdfunding en 320% en un año (Cohen, 2016). El mercado europeo bajó al tercer puesto en masa, pero de todas maneras demuestra un 98.6% en crecimiento, mucho más alto que el mercado sud americano que toma la cuarta posición en volumen, pero la quinta en crecimiento anual.



Il·lustració 10 Crecimiento y volumen anual de inversiones en crowdfunding en el 2015. Tomado de *crowdexpert.com* basado en el reporte de *Massolution 2015*

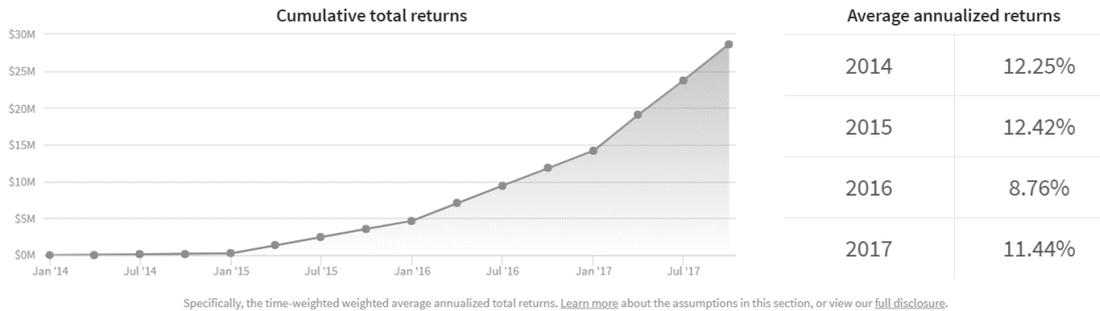
La industria del crowdfunding inmobiliario en el 2025 está proyectada a sobrepasar los \$300 billones de dólares americanos (Rashid, 2017) teniendo en consideración el crecimiento masivo que tuvo desde el 2010 cuando estaba valorada en \$880 millones a \$34 billones de dólares a finales del 2017. Sin embargo, Bloomberg en un artículo del 2016 plantea el riesgo que sugiere invertir en plataformas de inversión inmobiliaria, por medio del equity crowdfunding, al analizar más de 100 compañías y determinar que muy pocas de estas se consideran creíbles, legítimas o efectivas (Bloomberg News, 2016).

El mercado norte americano se ha consolidado como el más importante en esta modalidad de inversión, y de igual manera, las mayores plataformas de crowdfunding inmobiliario se encuentran allí. Fundrise <sup>20</sup>, fundada en el año 2012 tiene un portafolio de bienes inmobiliarios que sobre pasa los 1.4 billones de dólares (Bethell, 2018). Actualmente es la plataforma de inversión inmobiliaria por crowdfunding más importante del mercado, su modelo de operación no permite seleccionar proyectos individuales, se invierte, con un mínimo de \$500 dólares, en un portafolio de proyectos que pueden dar un retorno de alrededor del 8% con una comisión que va desde el 1% hasta el 0,15%.

<sup>20</sup> <https://fundrise.com/historical-performance>

## Performance of Fundrise investments, net of fees

Including Rise Companies Corp. sponsored deals



*Ilustración 11 Retorno acumulado de las operaciones históricas de Fundrise. Tomado de <https://fundrise.com/historical-performance>*

Otras plataformas como RealtyMogul ofrecen inversiones desde los \$1,000 dólares y permiten invertir en proyectos individualmente. En la actualidad esta plataforma ha financiado más de 350 propiedades con un portafolio de más de \$2 billones de dólares<sup>21</sup>. Por otro lado, GroundFloor permite invertir desde los \$100 dólares en donde se pagan dividendos cada 4 meses, la operación tiene una comisión que varía del 0,3% al 0,5% anual.

### 3.2.2. El caso español

En España, la práctica del crowdfunding se ha regulado por la Ley del Mercado de Valores de España o la Ley 5/2015, como se ha expuesto en el capítulo de contexto jurídico de este trabajo, sin embargo, también se explica el proyecto de ley que está gestando el Ministerio de Economía y Competitividad, el cual regula de manera específica la práctica del crowdfunding con fines de lucro. Esta modalidad de inversión irrumpió en el mercado español en el año 2015 y ha crecido con la misma fuerza y tendencia global. En el 2015, de los 50 millones de euros de crowdfunding de inversión, 2,9 millones correspondieron a plataformas de crowdfunding inmobiliario, representando un 5,8% en donde se puede describir como excepcional ya que se debe considerar que en ese año este modelo entró al país ibérico (Zhang et al., s. f.) Esther Hernández Sainz describe la dinámica actual de las plataformas de crowdfunding inmobiliario del país de la siguiente manera: *“Todas ellas tienen en común que posibilitan a cualquier persona la inversión indirecta de pequeñas cantidades en negocios relacionados con activos del sector inmobiliario*

<sup>21</sup> <https://www.realtymogul.com/>

(solares, viviendas, oficinas, naves industriales) que, una vez adquiridos y generalmente tras su construcción o rehabilitación, son alquilados o revendidos, retribuyéndose al financiador con una participación en los beneficios obtenidos gracias a las rentas satisfechas por los arrendatarios o al mayor precio del inmueble al revenderlo.” (Hernández Sainz, 2017).

La mayoría de las empresas que han formado una plataforma online de crowdfunding inmobiliario optan por el modelo del equity crowdfunding, se conforman sociedades anónimas o limitadas que tienen como razón social la adquisición de inmuebles el cual se promociona por medio de internet y se buscan potenciales inversionistas cuyo capital aportado se convertirá en valores o acciones.

En la actualidad hay más de una decena de plataformas de crowdfunding inmobiliario en España (Hernández Sainz, 2017). En el año 2015 Privalore se presenta como la primera plataforma de crowdfunding inmobiliario de España; compran inmuebles con fondos propios para que, por medio de las campañas de consecución de fondos, se rehabiliten y se pongan en venta o generen una renta. En el mismo año, Inveslar se promueve como la primera plataforma en operación en el país; se especializa en proyectos en el centro de Barcelona y su modelo de negocio se centra en buscar financiación para adquirir inmuebles, al momento de adquirir la tasa de retorno deseada, el inmueble se vende y se liquida la sociedad creada para ese fin.

El ejemplo más relevante que se puede encontrar en el país es el caso de Housers<sup>22</sup>. En el 2016 nace esta empresa la cual se ha consolidada como la más grande en operación y la única que ofrece inversiones transnacionales, en Italia y Portugal. Álvaro Luna y Tono Brusola, fundadores de la plataforma definen el objetivo de la empresa como: *“conseguir democratizar la inversión inmobiliaria y acabar de esta manera con todas las barreras que existían en la inversión tradicional”*. Y para ello, siendo posiblemente lo más atractivo de su modelo, crearon un sistema dirigido a cualquier inversor, por pequeño que sea, pues la inversión mínima a realizar es de 50€. La inversión se estructura mediante la creación de una sociedad mercantil en la que los inversores del proyecto serán partícipes de la parte proporcional a la que hayan invertido (Faya, 2016). Brickfunding<sup>23</sup> presenta en el país 7 plataformas con proyectos a financiar en el momento,

---

<sup>22</sup> <https://www.housers.com/es/>

<sup>23</sup> Brickfunding agrupa en un solo portal todos los proyectos de crowdfunding inmobiliario disponibles públicamente en internet, permitiendo a un inversor global rastrear el mercado internacional en busca de las mejores oportunidades de inversión en las principales ciudades del mundo. <https://www.brickfunding.com/es/plataformas/>

Housers lidera el mercado actual con 49 proyectos. La modalidad de inversión que ofrece esta plataforma reporta unos retornos del 6,38% anual neto (Housers, 2017). La mayoría de estos proyectos son reformas a pisos que se harán para buscar un retorno en el momento de la venta. Housers se presenta como una plataforma de financiación colectiva registrada en la CNMV con 90.141 usuarios y una inversión acumulada de 63.648.210€.



Ilustración 12 Estadísticas de Housers 2018, tomado de <https://www.housers.com/es/estadisticas>

### 3.2.3. Colombia, cuna de una idea y un mercado sin explorar

El fenómeno del crowdfunding inmobiliario moderno se consolida con el JOBS Act en Estados Unidos de América, como ha sido mencionado previamente. Sin embargo, la concepción del acto de financiar obras con interés de lucro en el mercado inmobiliario, en el contexto contemporáneo, se puede decir que se gestó en el contexto colombiano en la época de los años 90. La línea del tiempo empieza con la creación del derecho fiduciario<sup>24</sup> por Pablo Trujillo, actual presidente de Acción Fiduciaria en Colombia. Esta figura permite participación en la financiación de grandes e importantes proyectos inmobiliarios con expectativas de renta; los cuáles, se ejecutan en la etapa de preventa (Niño Galeano, 2016). Karim Lakhani y Matt Andrews, dos profesores de la Universidad de Harvard estudiaron el modelo fiduciario en Colombia y buscaban la manera de adaptarlo al mercado norte americano en la industria de los bienes raíces. *“La fórmula, estructurada hace más de 20 años por Pablo Trujillo, el decano de los fiduciarios colombianos – y aplicada por primera vez en el hotel Hamilton, en Bogotá–, es genialmente simple: vender participaciones sobre un bien raíz, en lugar de un inmueble entero, para luego pagar utilidades proporcionales a la inversión, como si se tratara de acciones de una empresa.”*(Bejarano González, 2014).

<sup>24</sup> El esquema fiduciario y su importancia en el mercado inmobiliario colombiano, se explica en el capítulo de contexto jurídico de este trabajo.

Aunque el esquema fiduciario en proyectos inmobiliarios fue un pilar para el crowdfunding moderno en esta industria, la concepción de esta iniciativa se le otorga a Rodrigo Niño, fundador y CEO de la empresa colombiana de desarrollo inmobiliario Prodigy Network, con sede en Nueva York, Miami, Colombia, Uruguay y expandiéndose en la mayoría de países latinoamericanos (Niño Galeano, 2016). Niño tuvo el encargo de buscar la financiación a lo que se convertiría en el rascacielos más alto de Latino América. El colombiano vio en el derecho fiduciario de Pablo Trujillo, que este permitiría a una gran cantidad de compradores participar en proyectos inmobiliarios adicionalmente con el manejo de los recursos hechos por terceros -los bancos- de manera profesional y como salvaguarda de esas inversiones una fiduciaria (M. García, 2018).

#### 4. Crowdfunding en proyectos inmobiliarios públicos

La transformación urbana se ha visto siempre ligada a la problemática de los flujos de capital (Bieri, 2015). Jane Jacobs, en su libro “Muerte y Vida de las Grandes Ciudades”, describe la problemática del “dinero de cataclismo” -aquel que se encuentra en los métodos tradicionales de financiamiento- ya que este genera grandes cambios puntuales en el urbanismo generando cambios concentrados con un impacto que puede ser catastrófico. Por otro lado, expone la bondad, y sobre todo la ausencia del “dinero graduado” -aquel que se filtra en la trama urbana cómo un sistema de riego, el que nutre la dinámica de ciudad de manera sistemática y continua- y por eso recalca que no es solo importante la disponibilidad del dinero, sino, como está disponible y para qué (Jacobs, 1961). La reflexión de Jacobs se aplica en todo el espectro del modelo de crowdfunding inmobiliario, pero resulta significativamente relevante en el contexto de los proyectos de iniciativa pública; el bienestar genérico de las ciudades se da por medio del bienestar social. Los proyectos de infraestructura, equipamientos o de vivienda, son intrínsecamente estructurantes dentro de la dinámica del crecimiento urbano y el acceso al financiamiento masivo apoya la idea neoliberal de compartir gastos y beneficios; en este caso, la idea de ciudad.

En este capítulo se busca explorar el acercamiento contemporáneo al crowdfunding en proyectos de interés público bajo dos modalidades: el modelo filantrópico y aquel que busca un retorno en dinero; los bonos públicos bajo la figura de las plataformas que nacieron como crowdfunding cívico. Posteriormente se expondrán los escenarios teóricos que son necesarios para el

financiamiento en masa con fines de lucro por medio de las participaciones, y por último los retos que esto conlleva.

#### 4.1. *El modelo filantrópico*

El acercamiento del crowdfunding a los proyectos de iniciativa pública se ha desarrollado con tendencia a las donaciones. La razón de ser de este modelo solo radica en el procurar del bien de las personas de manera desinteresada, incluso a costa del interés propio. Esta idea altruista no es contemporánea ni mucho menos innovadora, pero el proceso de gestión moderno y el acercamiento a las nuevas tecnologías la asocian intrínsecamente como uno de los pilares del financiamiento en masa hoy en día conocido como crowdfunding en proyectos públicos. El caso con mayor cubrimiento fue la financiación del basamento de la Estatua de la Libertad, como ya ha sido mencionado en este trabajo, sin embargo, en el contexto contemporáneo se ha explorado el crowdfunding como acercamiento filantrópico para financiar proyectos públicos como los parques (Walls, 2014), plazas e iniciativas contempladas dentro del modelo de *Smart Cities* (Carè, Trotta, Carè, & Rizzello, 2017) entre otros. La relevancia de estudiar el modelo filantrópico, dentro del micro mecenazgo en proyectos inmobiliarios públicos, se enmarca en el contexto socio económico de esta dinámica, el papel de la masa como ente potenciador de cambio, la importancia de crear conciencia colectiva y la disponibilidad de inversión a la población.

##### 4.1.1. *Los parques de Estados Unidos de América*

Durante el año 2014, Margaret Walls describió el actuar de las masas para llenar la brecha que había en los presupuestos municipales en el mantenimiento y creación de espacios públicos por medio del financiamiento privado. El papel del inversionista privado fue fundamental para la financiación de obras públicas en la era post crisis económica, en donde las fundaciones y las alianzas público-privadas emergieron como sustituto al presupuesto inexistente de la ciudad. La financiación privada en los parques se dio con el nacimiento de las empresas de conservación, cuyo máximo exponente de éxito es el Central Park Conservancy (CPC) en 1980. El objetivo de esta figura jurídica surgió principalmente por el deterioro sufrido en el parque. Por medio de recursos privados de individuales y empresas, se gestionaron obras de mantenimiento y mejora en el parque. Con el tiempo, esta empresa se hizo cargo de más operaciones y hoy en día financia el 85% de del presupuesto anual del Central Park, unos 46 millones de dólares

americanos. La organización cobra una tasa anual por su operación que ronda los \$4,7 millones de dólares (Walls, 2014).

La figura de las concesiones entra a relucir dentro del contexto de la creación de estos proyectos urbanísticos con acciones como el Bryant Park Corporation, una organización sin ánimo de lucro que obtiene una ganancia anual de casi 9 millones de dólares al explotar una concesión por el parque en donde se gestionan las ganancias obtenidas por las entradas, ventas de los restaurantes, y franquicias dentro del parque y un fondo de plusvalías generadas en las propiedades circundantes al parque. La Bryant Park Corporation es un ejemplo de operación 100% con fondos privados. Otros ejemplos de concesiones exitosas en América del Norte incluyen: El Brooklyn Bridge Park Corporation del 2010, que, aunque reciba en parte fondos de la ciudad de Nueva York, se financiará en su mayoría por desarrollos inmobiliarios aledaños al parque. Por otro lado, se encuentra el Rose Fitzgerald Kennedy Greenway en Boston, un desarrollo urbano en donde la participación de la ciudad se da por medio del Departamento de Transporte, pero la mayoría de financiación se da por medio de ganancias por arrendamientos, costos de entradas y algunas donaciones entre otros.

Margaret Walls describe los principales problemas en el esquema filantrópico como los siguientes:

- *Beneficiarios no participativos: un enfoque basado en donaciones casi siempre conducirá a la falta de fondos porque las personas pueden disfrutar de los beneficios del parque sin ayudar a cubrir sus costos.*
- *Incertidumbre en el flujo de financiamiento anual: las donaciones voluntarias son intrínsecamente inciertas, lo que hace que sea difícil confiar en ellas para los gastos operativos continuos.*
- *"Despliegue" de los fondos públicos: a medida que el sector privado avanza con mayores niveles de financiamiento, el sector público tiende a salir y destinar sus limitados fondos a otros usos.*
- *La necesidad de gastar dinero para ganar dinero: las fundaciones, las conservadurías y otras organizaciones sin fines de lucro incurren en costos considerables para recaudar dinero: sueldos de los ejecutivos, redacción de propuestas y la mirada de otros costos relacionados con la obtención de donaciones.*

- *Posibles vecinos "que tienen" y "no tienen": los servicios del parque pueden estar dirigidos a grupos o áreas selectivas en lugar de a toda la comunidad.*

(Walls, 2014)

#### 4.1.2. Ciclovías e infraestructura peatonal

Por otro lado, en el mundo de la infraestructura para las bicicletas y la movilidad peatonal, Shaleer Miller y Christopher Coutts describen el fenómeno del crowdfunding, que empezó como una manera de financiar startups, se expandió a proyectos cívicos como la construcción de una vía para bicicletas en Memphis en 2013, donde se recaudaron \$75,000 dólares para una obra de 4.5 millones (Miller & Coutts, 2018). En esa investigación se describen cuatro casos de proyectos de infraestructura ciclística y peatonal en los que se incluyen financiamientos por medio de impuestos, donaciones, y crowdfunding. Este último sobresale por su innovación en el sector de la infraestructura urbana al recurrir a una plataforma online, *loby*<sup>25</sup> para buscar fondos de financiación. Durante un periodo de seis semanas el Downtown Denver Partnership (DPP) recaudó \$36,000 dólares -de 200 donantes con montos desde los \$5 a los \$1,000 dólares- \$120,000 del Downtown Denver Business Improvement District y \$85,000 de la ciudad de Denver. La campaña sobresale por el impacto social que tuvo y el despertar en el interés de la población para donar y encontrar en esta modalidad herramientas para el mejoramiento urbano (Miller & Coutts, 2018).

El modelo filantrópico es un acercamiento al a dinámica del crowdfunding para inversión en proyectos públicos que conlleva enormes retos sociales y beneficios a la vez. No sobresale en su concepción como idea de donación, pero si en su rol como catalizador del movimiento de la población y el poder en la toma de decisiones. El papel altruista del micro mecenazgo es fundamental como herramienta de concientización social y sobre todo de la diversificación de los canales de financiamiento para proyectos públicos, sin embargo, para efectos de este trabajo, carece del componente capitalista en el ámbito de las inversiones. Este último es uno de los factores que se pretende presentar como motivador principal para la búsqueda de financiamiento privado (masivo) en los proyectos relevantes de iniciativa pública.

---

<sup>25</sup> *loby* es una plataforma de crowdfunding por donaciones que maneja la estructura tradicional de recaudación de fondos por medio de campañas y sobresale por incluir capacitaciones en habilidades variadas relevantes durante el proceso de financiación. <https://www.ioby.org/about/howwework>

#### 4.2. **La búsqueda del lucro por medio de los bonos públicos**

El acercamiento capitalista al financiamiento de proyectos públicos más cercano al equity crowdfunding es la emisión de bonos o la financiación de una deuda pública. Durante los siglos XIV y XV la falta de liquidez en los estados afianzó la necesidad de buscar una financiación alternativa para las avanzadas de los ejércitos de cada nación. A cambio de su dinero, los ciudadanos recibían un título que les otorgaba el derecho sobre los intereses generados durante el tiempo del préstamo, estos valores tenían la característica de ser de renta fija y podían ser comercializados e intercambiados por dinero en efectivo (Arenas, 2016). En el contexto moderno, los estados emiten bonos también en el mercado internacional, dando la participación de una deuda que puede ir hasta los 30 años; en el año 2006, Colombia emitió \$1,000 millones de dólares en bonos de deuda pública en un periodo de 30 años. En el antiguo continente, durante el periodo post crisis económica, se encontró una gran dificultad para financiar proyectos de infraestructura la cual priorizó la búsqueda de capital en mercados alternativos a la banca tradicional. A través de la colaboración entre administraciones, entidades multilaterales y agentes privados, y la financiación privada de los proyectos, la Unión Europea buscó la emisión de bonos de proyecto<sup>26</sup> como herramienta principal (Ballesté, García, & Corzo, 2016).

Miguel Laserna, socio financiero de Deloitte opinó sobre los bonos proyecto lo siguiente: *"Los proyectos de infraestructuras se cerraban con estructuras de largo plazo. En el contexto actual, después de una crisis, se han incorporado otros actores activos en financiación de proyectos. Las entidades financieras siguen financiándolos, pero no de forma tan masiva como antes"*. Los bonos liberados para la financiación de la infraestructura han sido la respuesta de la Unión Europea ante la crisis de la década pasada, Según María Castro, de Sacyr Concesiones, se tomó la decisión de recurrir a esta modalidad de financiación por el análisis de los inversionistas extranjeros y el "apetito" que mostraban por este tipo de proyectos (C. García, 2017).

---

<sup>26</sup> Los bonos de proyectos son la emisión de una deuda vinculada a grandes proyectos de infraestructura.

Tabla 2 proyectos financiados en el marco de la iniciativa de bonos proyecto, Datos EY 2015, Elaboración Propia

| PROYECTO                         | PAÍS        | FECHA | IMPORTE<br>BONOS<br>(millones) | ACTIVIDAD   |
|----------------------------------|-------------|-------|--------------------------------|---|
| <b>Castor</b>                    | España      | 2013  | €1.400                         | Almacenamiento subterráneo de gas                           |
| <b>Greater Gabbard</b>           | Reino Unido | 2013  | GBP 305,1                      | Energía eólica marina                                       |
| <b>A11</b>                       | Bélgica     | 2014  | €577,9                         | autopista PPP (acceso al puerto de Zeebrugge)               |
| <b>Axione</b>                    | Francia     | 2014  | €189,1                         | Conexión ultra rápida banda ancha (infraestructura digital) |
| <b>A7</b>                        | Alemania    | 2014  | €429,1<br>GBP                  | autopista PPP<br>Bordesholm-Hamburgo                        |
| <b>Gwynt y Mor (GyM)</b>         | Reino Unido | 2015  | GBP 339,2                      | Energía eólica Ronda 2A                                     |
| <b>Puerto de Calais Alemania</b> | Francia     | 2015  | €504                           | Puerto  |

El estudio realizado por Ballesté, Martín y Córzo expone dentro de sus conclusiones que: *“Europa se enfrenta a una enorme necesidad de inversión en infraestructuras, y los bonos proyecto, con la definición actual, aún no constituyen un instrumento eficaz para atraer la suficiente financiación procedente de los mercados de capitales. Por este motivo, será fundamental rediseñar el modelo con la colaboración de los potenciales interesados: bancos privados, inversores institucionales y empresas de seguros para conseguir un diseño de interés para todos los agentes interesados.”* Abriendo así la discusión de la posibilidad de buscar fuentes de financiación alternativas, el crowdfunding se aleja de las grandes actuaciones de infraestructura por su alcance y topes de financiación, sin embargo, puede ser una herramienta viable para actuaciones de menor escala que se ajusten a las regulaciones legales de cada país.

#### *4.2.1. Emisión de bonos para infraestructuras de menor escala*

Aunque la emisión de bonos para financiamiento de grandes obras de infraestructura no es una novedad, la aplicación de esta metodología de consecución de recursos para proyectos de menor escala se ha dado al alza. Sugar Land, en el estado de Texas, es una ciudad localizada a 20 minutos de Houston. El planeamiento urbano de esta ciudad incorporó durante la última década un plan maestro que busca incorporar un sistema multimodal de transporte que busca aumentar el número de andenes y ciclorrutas en la ciudad; en el año 2013 fueron emitidos bonos por \$13.5 millones de dólares para financiar 10.5 millas de infraestructura peatonal. Otras actuaciones en el país norte americano incluyen el financiamiento por bonos de la infraestructura pedestre de Austin en Texas, y de Salt Lake City. En noviembre de 2016, bajo el programa Capital Improvement Program (CIP), y la propuesta del personal de Parks And Recreation, fue aprobado un paquete de bonos por \$50 millones de dólares americanos para proyectos de parques (Miller & Coutts, 2018).

#### *4.2.2. Civic Crowdfundig y las Plataformas Online de financiación pública por medio de emisión de bonos*

En un paso más cerca a la figura de equity crowdfunding para proyectos públicos se puede encontrar la figura de los bonos municipales presentados como financiamiento masivo para proyectos de iniciativa pública. El elemento diferenciador es la incursión de las nuevas plataformas de tecnología y el mercadeo por medio de redes sociales para acceder a una masa de personas cuya inversión, con intención de retorno, financiará un proyecto municipal. En este sentido, esta es la incursión del mercado de los bonos en el concepto de crowdfunding moderno; *civic crowdfunding* como se le conoce en el sector financiero. Dentro del panorama global se pueden encontrar muchos referentes de plataformas que abordan el crowdfunding cívico para financiamiento de proyectos de interés general, sin embargo, esta modalidad en particular no tiene el lucro como una de las condicionantes en la práctica.

La interrogante central de este trabajo ha sido siempre la incursión del crowdfunding por el método de equity share para financiamiento de proyectos públicos, y una de las grandes pautas a lo que esto se refiere es la inversión con expectativa de retorno. Es por eso, que los métodos

tradicionales de crowdfunding por donaciones o recompensas se alejan de esta premisa. No obstante, el concepto base del civic crowdfunding se enlaza correctamente con la hipótesis de este trabajo; World Urban Campaign, una ONG de financiamiento en masa para proyectos cívicos, lo define como: *“la práctica de recaudar contribuciones monetarias para proyectos de interés público de un gran grupo de donantes a través de plataformas de crowdfunding. El crowdfunding cívico contribuye al empoderamiento de los ciudadanos, ya que les permite aumentar colectivamente su bienestar y resolver problemas sociales. Esta práctica ya ha ayudado a financiar una amplia gama de iniciativas cívicas, desde la innovación social hasta los bienes comunes urbanos”* (World Urban Campaign, 2018).

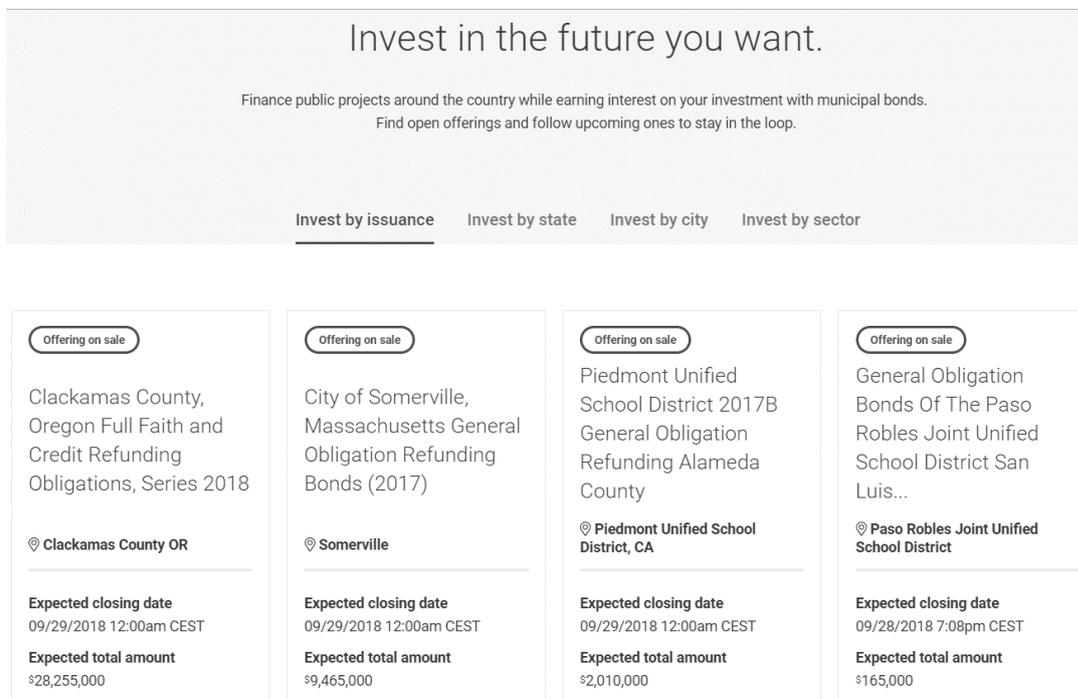
La definición de la ONG no puntualiza el método de financiamiento y bien puede entrar en un mundo ambiguo que abraza desde las donaciones hasta las inversiones en búsqueda de retorno. Sin embargo, uno de los grandes exponentes del crowdfunding cívico con fines de lucro es la plataforma online Neighborly, cuyo objeto social es el financiamiento de proyectos de interés público por medio de la emisión de bonos municipales ofrecidos bajo un esquema de plataforma de crowdfunding tradicional. Nace en el año 2012 en Kansas City, bajo la premisa de ofrecer al público la posibilidad de invertir en bonos municipales con cantidades muy bajas de dinero, en comparación con lo que históricamente se había visto (Field, 2016). Nace bajo el ala de un Tecnólogo Cívico, formado en planeamiento urbano y un Comerciante de bonos. Su operación durante los dos primeros años recaudó más de \$2.5 millones de dólares para 55 proyectos comunales en los que se incluían parques e infraestructura peatonal.

Neighborly<sup>27</sup> se consolida en el 2015 introduciendo el concepto de los micro bonos para inversión, y en el 2017 lanzan la nueva plataforma online de crowdfunding, la manera en que la compañía optó por respaldar su operación gracias a las nuevas tecnologías de información que eran relativamente nuevas en ese momento. Una particularidad muy relevante en este esquema es que solamente las entidades públicas pueden optar por presentar sus proyectos en la plataforma. El portafolio de proyectos que Neighborly promueve en su página web abarca 8 categorías entre las que se destacan infraestructuras de educación, vivienda, energía, transporte y sostenibilidad. Un proyecto vigente en el 2018 es el financiamiento de las reparaciones, adquisiciones, mejoras, equipamiento y construcción de aulas e instalaciones escolares del Paso Robles Joint Unified School, en donde se busca una inversión de \$165,000 dólares con un retorno aproximado del

---

<sup>27</sup> La plataforma ofrece inversiones en bonos de proyectos como los parques, colegios y bibliotecas entre otros. <https://neighborly.com/>

2,7% de ingresos sin retenciones y libres de impuesto en un periodo de 5 años (neighborly, 2018). El concepto básico es ofrecer una plataforma a través de la cual los inversores no acreditados puedan comprar bonos municipales. En estos días, gran parte del mercado de bonos municipales, está en manos de personas adineradas que desean la exención de impuestos (Field, 2016). La venta de bonos para financiamiento de proyectos públicos es una dinámica muy cercana a la tesis de este trabajo, sin embargo, la búsqueda de lucro por medio de la compra de una deuda difiere en la concepción de ser participe o accionista de este; finalidad del equity crowdfunding objeto de estudio. Es entonces así en donde se reafirma la intención de buscar el método de financiamiento colectivo para proyectos públicos en donde la participación en este represente un retorno en la inversión medido en valores o acciones.



| Invest by issuance  | Invest by state   | Invest by city   | Invest by sector  |
|---|---|--|---|
| <p><b>Offering on sale</b></p> <p>Clackamas County, Oregon Full Faith and Credit Refunding Obligations, Series 2018</p> <p>📍 Clackamas County OR</p> <p><b>Expected closing date</b><br/>09/29/2018 12:00am CEST</p> <p><b>Expected total amount</b><br/>\$28,255,000</p> | <p><b>Offering on sale</b></p> <p>City of Somerville, Massachusetts General Obligation Refunding Bonds (2017)</p> <p>📍 Somerville</p> <p><b>Expected closing date</b><br/>09/29/2018 12:00am CEST</p> <p><b>Expected total amount</b><br/>\$9,465,000</p> | <p><b>Offering on sale</b></p> <p>Piedmont Unified School District 2017B General Obligation Refunding Alameda County</p> <p>📍 Piedmont Unified School District, CA</p> <p><b>Expected closing date</b><br/>09/29/2018 12:00am CEST</p> <p><b>Expected total amount</b><br/>\$2,010,000</p> | <p><b>Offering on sale</b></p> <p>General Obligation Bonds Of The Paso Robles Joint Unified School District San Luis...</p> <p>📍 Paso Robles Joint Unified School District</p> <p><b>Expected closing date</b><br/>09/28/2018 7:08pm CEST</p> <p><b>Expected total amount</b><br/>\$165,000</p> |

Ilustración 13 Inversiones públicas de Neighborly, tomado de <https://neighborly.com/explore/issuances>

### Algunas reflexiones del crowdfunding en proyectos inmobiliarios públicos

La interacción de la innovación, tecnología, apoyo comunitario y canales de financiamiento alternativo promueven las actividades de emprendimiento urbano, tanto en áreas urbanizadas como aquellas en desarrollo. Esta idea se complementa con la afirmación que el crowdfunding

cívico, es decir aquel que está enfocado en proyectos de interés comunal, es un mecanismo de financiamiento dentro del concepto de las Smart Cities. “... la conexión entre la tecnología y los proyectos cívicos permite formas innovadoras de emprendimiento cívico al ofrecer oportunidades sin precedentes para que la inteligencia colectiva se involucre en los procesos de innovación social para abordar los problemas colectivamente a través de plataformas de multitudes en línea. Tales formas de innovación social crean nuevas formas de valor que no se limitan al valor financiero o económico, sino que mejoran el impacto social.” (Carè et al., 2017).

## 5. Equity Crowdfunding para financiamiento de proyectos inmobiliarios públicos

Dentro del universo explorado en este trabajo acerca de las diferentes modalidades de crowdfunding, así como sus características y dimensiones, se ha podido establecer una línea de pensamiento que enmarca las tres grandes condicionantes que resultan al definir al equity crowdfunding para proyectos inmobiliarios públicos: la participación en valores dentro del proyecto con expectativa de retorno; equity, la posibilidad de participar como inversionista en proyectos públicos, y el uso de las nuevas modalidades de crowdfunding moderno como plataforma de recaudo online. Estos tres elementos sirven como línea base para definir el modelo de equity crowdfunding adecuado para el contexto español y colombiano. Este capítulo tiene como objetivo la definición de un marco teórico -bajo la lupa del contexto legal, económico y social que se ha estudiado en este trabajo- estudiando los cuatro casos de éxito más cercanos al financiamiento en masa con participación en los proyectos públicos. Se explorarán los casos de Housers, del mercado español, Prodigy Networks, para el colombiano, Fundrise, para el norte americano, y Neighborly como exponente de proyectos públicos.

Los ejemplos presentados cumplen con una o varias de las variables condicionantes, no obstante, todos aquellos carecen de alguna de las condiciones necesarias para cumplir el objetivo de estudio. Es importante recalcar los mercados en los que se desarrollan estos casos, y sobre todo la legislación que los sustenta. Se hace un comparativo del mercado norteamericano, el español y el colombiano, sin embargo, la legislación que aplica para cada una de las plataformas estudiadas difiere en su concepción desde el inicio; se puede decir a priori que las legislaciones de crowdfunding contemporáneas no van de la mano en su totalidad dentro del marco de estudio en estos cuatro ejemplos. El caso español y la plataforma Fundriser norte

americana son los únicos casos que entrarían a ser evaluados bajo una legislación explícitamente desarrollada para el crowdfunding moderno.

Tabla 3 Características de las plataformas. Elaboración propia

|                        | Año  | Mercado             | Tipo de inversión    | Inversión mínima                  | Rentabilidad esperada       | Legislación                  |
|------------------------|------|---------------------|----------------------|-----------------------------------|-----------------------------|------------------------------|
| <b>Housers</b>         | 2016 | Panuropeo           | Equity,<br>Préstamos | 50 euros                          | 12% <sup>28</sup>           | Ley 5 /2015                  |
| <b>Prodigy Network</b> | 2003 | EE.UU.<br>Colombia, | Equity               | U\$ 10,000                        | 13.5% <sup>29</sup>         | JOBS Act y la ley 45 de 1990 |
| <b>Fundrise</b>        | 2012 | EE.UU.              | Equity               | U\$ 500                           | 12.5% <sup>30</sup>         | JOBS Act                     |
| <b>Neighborly</b>      | 2015 | EE.UU.              | Bonos                | Depende directamente del proyecto | Depende de la deuda pública | Ley del mercado de valores   |

### 5.1. Casos de estudio

La determinación del universo de estudio se dio por medio del análisis del contexto actual en el mundo del crowdfunding inmobiliario. Es importante determinar los ejemplos actuales que se pueden adaptar a la financiación en masa por medio del equity crowdfunding como modelo de inversión. En este apartado se busca profundizar en el análisis de las tres condiciones determinadas para considerar un modelo adaptado a la hipótesis de este trabajo.

<sup>28</sup> <https://www.housers.com/es/blog/rentabilidad-housers-proyectos-cerrados/>

<sup>29</sup> <http://www.infonegocios.info/enfoque/como-invertir-u-s-10-000-en-un-edificio-de-lujo-en-manhattan-te-tienta-13-5-anual-en-dolares>

<sup>30</sup> <https://fundrise.com/historical-performance>

### 5.1.1.Housers

La plataforma española presenta un portafolio en donde la inversión en equity está presente en todo su espectro. Su participación en España, Portugal e Italia le han consolidado como una de las grandes empresas de crowdfunding inmobiliario del continente europeo. Sin embargo, la legislación española aplicada para este tipo de desarrollos, limita el tope máximo de inversión a 2 millones de euros (Jefatura del Estado, 2015) resultando en una acotación en las tipologías edificatorias que se pueden ofrecer. El portafolio de proyectos se basa mayoritariamente en reformas y algunos proyectos de obra nueva, pero no existe la posibilidad de invertir en proyectos de iniciativa pública. En este listado es una de las dos plataformas que realmente se regulan por una legislación creada para el desarrollo del equity crowdfunding, la ley 5/2015, de acuerdo con esto, la infraestructura digital de Housers está desplegada como lo dicta el mandato legislativo y se comporta dentro los lineamientos de financiamiento en masa moderno.

Tabla 4 Variables condicionantes Housers. Elaboración propia

|                | Participación en Equity | Proyectos Públicos | Crowdfunding Moderno | Legislación de equity crowdfunding |
|----------------|-------------------------|--------------------|----------------------|------------------------------------|
| <b>Housers</b> | ✓                       | ×                  | ✓                    | ✓                                  |

### 5.1.2.Prodigy Network

En el mercado colombiano Prodigy Networks incursionó con la modalidad de financiamiento en masa para grandes proyectos inmobiliarios, el proyecto BD Bacatá incursiono en el año 2009 como el primer rascacielos financiado por medio del crowdfunding inmobiliario (Niño Galeano, 2016). El modelo de la financiación por venta de FIDIS o valores fiduciarios de un proyecto se afianzó en el mercado inmobiliario colombiano de manera que la figura de fiducia hace parte intrínseca de cualquier operación de comercialización de bienes inmuebles. Esta participación busca un retorno sobre la inversión inicial y se considera como una participación en el equity del proyecto, sin embargo, no se contempla dentro del concepto de crowdfunding por equity moderno. El portafolio de proyectos de Prodigy Networks incluye complejos residenciales,

parques industriales, comerciales y de oficinas en el mercado norte americano y ciertos proyectos en el colombiano, sin embargo, no cuenta con ninguna actuación en el sector público. Al ser una de las modalidades gestoras del movimiento de crowdfunding inmobiliario moderno, la legislación aplicable al mercado del derecho fiduciario es anterior a la del crowdfunding moderno; en el caso americano la JOBS Act y en el colombiano, el decreto 1257 de 2018 que regula en su totalidad la operación del crowdfunding en Colombia. La explotación de la plataforma online es dinámicamente similar en cuanto a la modalidad de inversión, las ofertas de proyectos y la posibilidad de recaudar fondos de manera masiva con varios tipos de inversionistas, sin embargo, la participación mínima de \$10,000 dólares la aleja de muchos inversionistas minoritarios.

Tabla 5 Variables condicionantes Prodigy Network. Elaboración propia

|                        | Participación en Equity | Proyectos Públicos | Crowdfunding Moderno | Legislación de equity crowdfunding |
|------------------------|-------------------------|--------------------|----------------------|------------------------------------|
| <b>Prodigy Network</b> | ✓*                      | ×                  | ✓                    | ×                                  |

\*La participación en equity se da por medio de los FIDIS cuyo fin es el mismo que las actuaciones de equity crowdfunding bajo otro marco legal.

\*\*En estados unidos se regula por la JOBS Act, mientras que en Colombia se regula por la ley 45 de 1990 que no legisla el crowdfunding moderno si no el derecho fiduciario.

### 5.1.3.Fundrise

El ejemplo por excelencia a nivel mundial en el campo del crowdfunding para el mercado inmobiliario es Fundrise. Como ha sido explicada en títulos anteriores de este trabajo, fue fundada en el año 2012 posee un portafolio de bienes inmobiliarios que sobre pasa los 1.4 billones de dólares (Bethell, 2018) en proyectos netamente privados. Actualmente es la plataforma de inversión inmobiliaria por crowdfunding más importante del mercado que ofrece una inversión en equity basada en un portafolio de proyectos sin posibilidad de inversión en negocios de manera individual. Difiere de Prodigy Networks en su participación mínima al ser posible invertir a partir de \$500 dólares americanos. Al ser concebida durante el auge de las plataformas de crowdfunding, Fundrise recoge las enseñanzas del nicho de mercado y adopta lo

que sería el estándar en los procesos de recaudo masivo de dinero en una interfaz que se convertiría en el sello repetido en el resto de las páginas online destinadas a este fin.

Tabla 6 Variables condicionantes Fundrise. Elaboración propia

|                 | Participación en Equity | Proyectos Públicos | Crowdfunding Moderno | Legislación de equity crowdfunding |
|-----------------|-------------------------|--------------------|----------------------|------------------------------------|
| <b>Fundrise</b> | ✓                       | ×                  | ✓                    | ✓                                  |

#### 5.1.4. Neighborly

Nace en el 2015 como respuesta a una idea de negocio gestada con iniciativa cívica. Durante crecimiento en el interés por los proyectos de crowdfunding, esta plataforma norte americana se apoyó en la idea de emisión de bonos municipales de proyecto para financiar obras públicas. Esta modalidad enlaza el retorno de la inversión, pero regulada por una renta fija dependiente de la deuda pública del país y la rentabilidad del proyecto de inversión. Es el único ejemplar, en este listado, de plataformas de crowdfunding cívico con un banco de proyectos netamente públicos, es más, únicamente entidades estatales pueden presentar sus proyectos sin excepción. La modalidad de recaudo es virtualmente la misma que se puede encontrar en Housers o Fundrise, es una comunidad online donde se presentan los proyectos, el monto a financiar, el tiempo de recaudo y el interés. El gran diferencial dentro de este grupo de estudio radica en la misma gestión de los bonos como garantía de la inversión. Dado a esto, la legislación aplicable no es compatible con el mercado del crowdfunding por participación del equity y por ende Neighborly no tiene las mismas consideraciones en los topes de inversión y están mayoritariamente regulado por el mercado de valores americano y el Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB).

Tabla 7 Variables Condicionantes Neighborly. Elaboración propia

|                   | Participación en Equity | Proyectos Públicos | Crowdfunding Moderno | Legislación de equity crowdfunding |
|-------------------|-------------------------|--------------------|----------------------|------------------------------------|
| <b>Neighborly</b> | ×                       | ✓                  | ✓                    | ×                                  |

*Algunas consideraciones acerca de las plataformas de crowdfunding inmobiliario*

Los actores principales el contexto del crowdfunding inmobiliario bajo la modalidad de equity en Colombia, América del Norte y España comparten muchas características de base, incluyendo la inexistencia de proyectos de iniciativa pública ofertados de manera masiva. En contraparte, Neighborly propone un esquema en donde los bonos de proyecto son el acercamiento a la distribución de dividendos en una operación pública.

El gran factor común es la limitante en la legislación que regula el crowdfunding; los topes de inversión en Colombia y España son altamente restrictivos en cuanto al producto a ofrecer. En el contexto colombiano, la legislación vigente ha sido puesta en práctica, sin embargo, no hay ejemplos de plataformas de crowdfunding inmobiliario actualmente que se rijan bajo esta modalidad; en contraparte, el contexto español demuestra haber adoptado un esquema tipo para estas actuaciones; Housers es tipológicamente cercana a su relativa estadounidense Fundrise.

*Tabla 8 Resumen de las Variables Condicionantes. Elaboración propia*

|                        | Participación en Equity | Proyectos Públicos | Crowdfunding Moderno | Legislación de equity crowdfunding |
|------------------------|-------------------------|--------------------|----------------------|------------------------------------|
| <b>Housers</b>         | ✓                       | ×                  | ✓                    | ✓                                  |
| <b>Prodigy Network</b> | ✓                       | ×                  | ✓                    | ×                                  |
| <b>Fundrise</b>        | ✓                       | ×                  | ✓                    | ✓                                  |
| <b>Neighborly</b>      | ×                       | ✓                  | ✓                    | ×                                  |

### 5.1.5. Proyectos de gran escala: La figura de concesiones y alianzas público-privadas

Habiendo analizado la historia del crowdfunding en España y Colombia, es preciso pensar en los factores determinantes que llevaron a consolidar esta práctica en el mercado inmobiliario. Las motivaciones para participar en campañas de crowdfunding han sido ampliamente estudiadas y el retorno de la inversión, así como la recompensa filantrópica están en el tope de ellas (Marchand, 2016). Sumándole la idea social que hace parte de la figura gestacional del financiamiento en masa, el mercado del crowdfunding inmobiliario con iniciativas cívicas es todavía muy joven y poco explorado. Una reflexión sobre el financiamiento privado en obras públicas lleva a pensar en la figura de las concesiones en el caso de los proyectos de mayor escala; en donde el tope de financiación por crowdfunding exceda los dos millones de euros.

La figura de las alianzas público-privadas aparece en la década de los años 90 en donde un bien público es otorgado, en concesión, con derecho de explotación económica a cambio de la financiación, construcción u operación de este. Una de las motivaciones para que los entes públicos opten por este tipo de alianzas es precisamente con el objetivo de obtener un mayor valor sobre el dinero al adoptar el financiamiento privado dentro de la ecuación (Grimsey & Lewis, 2005). El conflicto de conceptos empieza con de interceptar la motivación por lucro y el desinterés por el proyecto social; sin embargo, los mercados han encontrado la manera de ofrecer inversiones en proyectos públicos a cambio de bonos municipales como los que se han explicado anteriormente. Este apartado busca explorar la base teórica para un acercamiento al financiamiento de proyectos públicos por medio de equity crowdfunding y aquellas figuras que han demostrado ser exitosas en la participación de los entes públicos y las financiaciones privadas; las concesiones como alianzas público-privadas. En la ilustración 15 se presenta un acercamiento teórico a una posible figura de concesión para financiamiento de proyectos públicos por medio del crowdfunding.

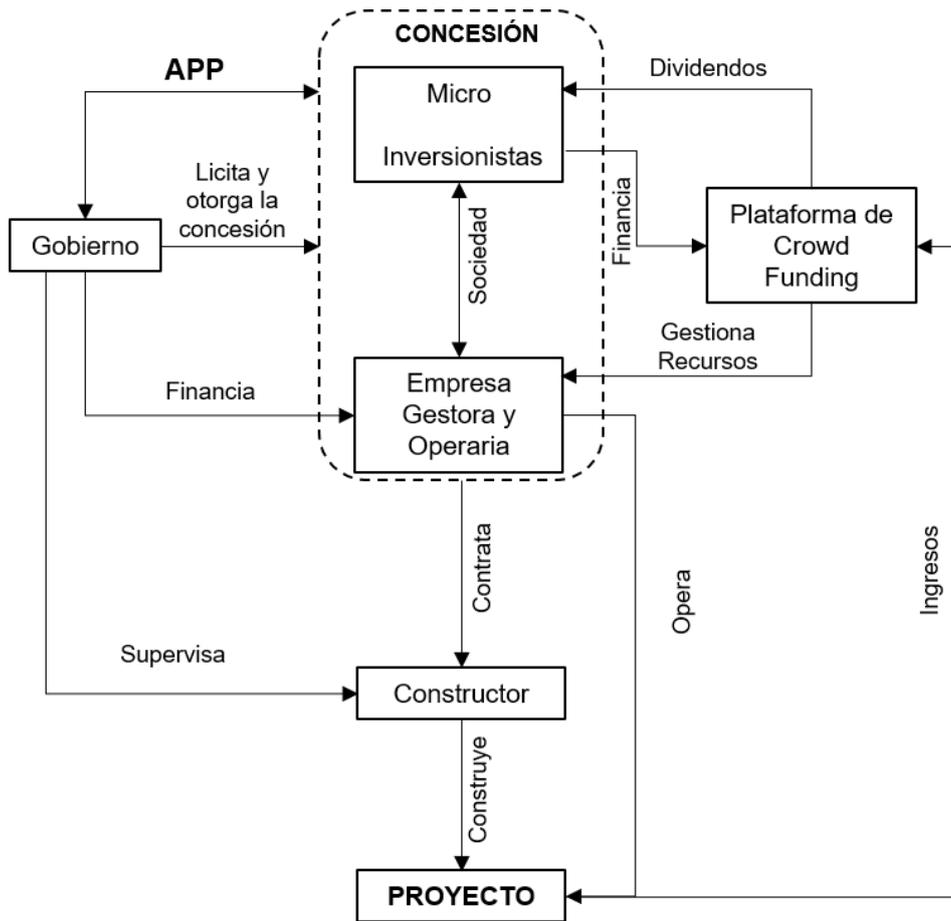


Ilustración 14 Diagrama teórico de concesión y alianza público-privada. Elaboración Propia

La plataforma de crowdfunding maneja un perfil externo dentro del esquema de la concesión; se limita a ser un ente gestor de recursos para el lado privado de la alianza público-privada. Por otro lado, los micro inversionistas y la empresa gestora; creada con el fin de hacer la operación y promoción del proyecto, tienen una relación de sociedad. El resto del esquema operaría de igual manera a como se ha venido manejando la concesión moderna.

En el contexto colombiano la figura de la fiducia abarca también el ámbito de los proyectos de iniciativa pública y las APP (alianzas público – privadas). Es así entonces como la inversión privada en masa puede derivar en proyectos donde el estado no contemple el total de los gastos o se ejecuten a modo de concesiones. La intervención de la plataforma de crowdfunding sería el remplazo de la figura de la fiducia. Sin embargo, es preciso decir que en el mercado colombiano es poco factible hacer una operación inmobiliaria o de infraestructura sin la figura del mediador fiduciario; en el contexto español es concebible ya que la estructura de la empresa fiduciaria no está arraigada en esta industria.

## 6. Conclusiones

El mercado del crowdfunding inmobiliario a nivel mundial sigue en proceso de consolidación, países como Estados Unidos de América y algunos asiáticos ya han adoptado esta modalidad como un nuevo canal de inversión dentro del mercado de los bienes raíces de manera sistemática y competitiva. En Colombia y España sigue estando en etapas tempranas de evolución, aunque cada uno lleve la delantera en casos particulares, el país ibérico tiene una base de plataformas definidas para el proceso de inversión en bienes raíces, mientras que el sudamericano fue pionero en esta disciplina y ha explorado financiaciones en masa en proyectos de gran envergadura como lo fue el BD Bacatá en el 2009. El trabajo analítico resultante de esta investigación busca resolver las primeras preguntas investigativas y las conclusiones serán expuestas de la misma manera.

1. *Analizar el contexto jurídico, las políticas de desarrollo y control fiscal sobre los métodos de recaudo masivo.*
- En el panorama jurídico, Colombia y España comparten muchas similitudes en cuanto al acercamiento de las regulaciones al crowdfunding. Aunque la legislación específica para el crowdfunding en ambos países es relativamente nueva, ambas iniciativas buscan abordar los temas más importantes en materia de seguridad al inversionista, la naturaleza del crowdfunding tiene como gestor el mercado de los startups tecnológicos. De acuerdo con eso, falta tiempo para evaluar el mercado inmobiliario y su comportamiento dentro del campo de acción de la nueva ley y que sea regulado específicamente por esta.
  - Uno de los grandes inconvenientes de ambas legislaciones son los topes de financiamiento a los proyectos; \$2 millones de euros acotan el alcance de los proyectos para invertir y afectan la tipología intrínseca de estos. No obstante, Colombia presenta una oportunidad para sobrepasar este tope al abrir la posibilidad de presentar en múltiples plataformas el mismo proyecto, cada una con el máximo de inversión ya mencionado. En el contexto norteamericano los topes de inversión llegan a los \$50

millones de dólares, agrandando el campo de acción a proyectos inmobiliarios de gran escala.

2. *Analizar el contexto actual del Crowdfunding inmobiliario en el mercado colombiano y español.*

- España ha consolidado un mercado de crowdfunding inmobiliario que ha llegado a instancias paneuropeas, la fortaleza en el país ibérico radica en el mercado de las reformas y los proyectos de obra nueva de mediana escala en donde se busca una alquiler o venta para generar ingresos. Por otro lado, Colombia no cuenta con empresas dedicadas a la promoción de proyectos inmobiliarios por equity crowdfunding regulado por la nueva ley, la referencia sigue siendo la figura de las participaciones en las fiducias a cambio de un retorno en la inversión. Los ejemplos norteamericanos como Fundrise, siguen siendo punta de lanza a nivel global en cuanto a la promoción de grandes iniciativas inmobiliarias por medio del equity crowdfunding.

3. *Identificar modelos de promoción por medio del crowdfunding inmobiliario aplicables al contexto público.*

- Se requieren investigaciones específicas en el marco legal del crowdfunding bajo la modalidad de equity y su implementación en el contexto público ya que las legislaciones actuales son recientes y no enmarcar ni contemplan de manera puntual esta aplicación.
- Las aproximaciones más cercanas al modelo de crowdfunding para proyectos inmobiliarios públicos, con fines de lucro, se dan en el mercado norteamericano con ejemplos como Neighborly, que busca financiación para proyectos públicos por medio del crowdfunding bajo el esquema de la emisión de bonos de proyecto con intenciones de generar un retorno en la inversión. Sin embargo, esta modalidad no entra dentro de las regulaciones legales de equity crowdfunding como figura establecida.
- Una de las grandes oportunidades para el equity crowdfunding para proyectos inmobiliarios públicos, es la asociación de las concesiones dentro marco de las alianzas

público-privadas para el desarrollo de estos. Por un lado, en el mercado colombiano, la plataforma de crowdfunding sería un ente externo al fideicomiso y sería participe como ente financiador, y en el español, como intermediario entre los socios micro inversionistas, el proyecto y la concesión.

El potencial del equity crowdfunding en el mercado inmobiliario está dando sus frutos en el contexto global a diferentes escalas. La ausencia de ejemplos específicos del financiamiento en masa para proyectos públicos con fin de lucro abre un debate que se encuentra en sus primeros pasos pero que promete grandes oportunidades para dinamizar el mercado financiero inmobiliario y de infraestructuras públicas. Los países americanos y europeos han tomado la batuta en cuanto la regulación de esta práctica y uno tras otro ha recalado la importancia de la diversidad en canales de financiación alternativos, sobre todo en momentos de crisis. Citando a Jane Jacobs *“Ayudando a suplir las necesidades de los requerimientos necesitados, el dinero puede servir para crear éxito inherente en las ciudades, de hecho, es indispensable (...) pero, no es solo importante la disponibilidad del dinero, sino, como está disponible y para qué.”* (Jacobs, 1961)

## 7. Referencias

### 7.1. Índice de Tablas

|   |    |
|---|----|
| Tabla 1 Ventajas y Desventajas del Crowdfunding. Tomado de (Marchand, 2016).....                                      | 27 |
| Tabla 2 proyectos financiados en el marco de la iniciativa de bonos proyecto, Datos EY 2015, Elaboración Propia ..... | 50 |
| Tabla 3 Características de las plataformas. Elaboración propia.....   | 55 |
| Tabla 4 Variables condicionantes Housers. Elaboración propia.....   | 56 |
| Tabla 5 Variables condicionantes Prodigy Network. Elaboración propia.....   | 57 |
| Tabla 6 Variables condicionantes Fundrise. Elaboración propia .....   | 58 |
| Tabla 7 Variables Condicionantes Neighborly. Elaboración propia .....   | 58 |
| Tabla 8 Resumen de las Variables Condicionantes. Elaboración propia .....   | 59 |

### 7.2. Índice de Ilustraciones

|   |    |
|---|----|
| Ilustración 1 Diagrama Inversión Beneficios del Proyecto. Elaboración propia.....   | 6  |
| Ilustración 2 Esquema Fiduciario, Elaboración propia basado en Fiduciaria Bancolombia .....   | 20 |
| Ilustración 3 Esquema de las APP y la Fiducia. Fuente: Fiduciaria Bancolombia basado en la Agencia Nacional de Infraestructura - ANI.....   | 22 |
| Ilustración 4 Estadísticas históricas Kickstarter, Fuente <a href="https://www.kickstarter.com/help/stats?ref=global-footer">https://www.kickstarter.com/help/stats?ref=global-footer</a> ..... | 30 |
| Ilustración 5 Modelo de negocio Kiva, Crowdfunding por Préstamos. Elaboración propia basado en la información de Kiva. ....   | 31 |
| Ilustración 6 Estado actual de la plataforma Lendix, Tomado de <a href="https://es.lendix.com/">https://es.lendix.com/</a> .....  | 33 |
| Ilustración 8 Diagrama de "all or nothing" Elaboración Propia basado en CrowdCube .....   | 36 |

|   |    |
|---|----|
| Ilustración 9 Interés a lo largo del tiempo, “crowdfunding” Fuente Google Trends. ....  | 39 |
| Ilustración 10 Línea del tiempo de la inversión en bienes raíces, Elaboración propia basado y traducido de F.Marchand. ....   | 39 |
| Ilustración 11 Crecimiento y volumen anual de inversiones en crowdfunding en el 2015. Tomado de crowdexpert.com basado en el reporte de Massolution 2015 .....                                    | 41 |
| Ilustración 12 Retorno acumulado de las operaciones históricas de Fundrise. Tomado de <a href="https://fundrise.com/historical-performance">https://fundrise.com/historical-performance</a> ..... | 42 |
| Ilustración 13 Estadísticas de Housers 2018, tomado de <a href="https://www.housers.com/es/estadisticas">https://www.housers.com/es/estadisticas</a> .....  | 44 |
| Ilustración 14 Inversiones públicas de Neighborly, tomado de <a href="https://neighborly.com/explore/issuances">https://neighborly.com/explore/issuances</a> .....                                | 53 |
| Ilustración 15 Diagrama teórico de concesión y alianza público-privada. Elaboración Propia...   | 61 |

### 7.3. **Bibliografía**

- Ángel, J., Coordinador, M., Alonso, L. E., & Valor, C. (2014). Economía en colaboración. *Economistas sin frontera*, 12, 26.
- Arenas, E. (2016). ¿Cómo y dónde nació el mercado de bonos? - Rankia. Recuperado 27 de septiembre de 2018, a partir de <https://www.rankia.mx/blog/como-comenzar-invertir-bolsa/3279443-como-donde-nacio-mercado-bonos>
- Ballesté, E., García, R. M., & Corzo, M. T. (2016). Los bonos proyecto en la financiación de infraestructuras de transporte en europa. *Icade. Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, 98, 239-266.
- Bejarano Gonzáles, B. (2014). «Crowdfunding» en Colombia - Archivo Digital de Noticias de Colombia y el Mundo desde 1.990 - eltiempo.com. Recuperado 20 de septiembre de 2018, a partir de <https://www.eltiempo.com/archivo/documento/CMS-13579718>
- Bethell, A. (2018). 19 Best Real Estate Crowdfunding Sites for 2018. Recuperado 20 de septiembre de 2018, a partir de <https://fitsmallbusiness.com/best-real-estate-crowdfunding-sites/>
- Bieri, D. S. (2015). Crowdfunding the city: the end of «cataclysmic money»? *Environment and*

*Planning A*, 47(12), 2429-2435. <https://doi.org/10.1177/0308518X15615369>

- Bloomberg News. (2016). Inside the real estate crowdfunding land rush | Bloomberg Professional Services. Recuperado 19 de septiembre de 2018, a partir de <https://www.bloomberg.com/professional/blog/inside-the-real-estate-crowdfunding-land-rush/>
- Burgett, B. L., & McDonald, J. R. (2013). Democratizing Commercial Real Estate Investing : the Impact of the JOBS Act and Crowdfunding on the Commercial Real Estate Market.
- Carè, S., Trotta, A., Carè, R., & Rizzello, A. (2017). Crowdfunding for the development of smart cities. *Business Horizons*. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2017.12.001>
- Cohen, J. (2016). A Study on the History and Functionality of Real Estate Crowdfunding.
- Correa Solórzano, J. D. (2016). *Concesiones en Colombia y el acompañamiento del vehículo fiduciario, Fiduciaria Bancolombia*.
- CowdCube. (2018). Online investing, equity crowdfunding, business finance : Crowdcube. Recuperado 15 de septiembre de 2018, a partir de <https://www.crowdcube.com/>
- CrowdRise. (2018). Non-profit pricing. Recuperado 15 de septiembre de 2018, a partir de <https://fundraising.crowdrise.com/nonprofit-pricing>
- Cuesta, C., Fernández De Lis, S., Roibas, I., Rubio, A., Ruesta, M., Tuesta, D., & Urbiola, P. (2015). *DIGITAL ECONOMY AND FINANCIAL SYSTEMS Crowdfunding in 360°: alternative financing for the digital era*.
- De Juana, R. (2017). Equity Crowdfunding: las mejores plataformas para financiarte en España » MuyPymes. Recuperado 17 de septiembre de 2018, a partir de <https://www.muypymes.com/2017/11/07/equity-crowdfunding-plataformas-espana>
- Dinero. (1997). El Fruto de la Confianza. Recuperado 11 de septiembre de 2018, a partir de <http://www.dinero.com/archivo/articulo/el-fruto-confianza/17550>
- Dinero. (2015). Análisis del sector fiduciario en Colombia en 2015. Recuperado 11 de septiembre de 2018, a partir de <https://www.dinero.com/pais/articulo/analisis-del-sector-fiduciario-colombia-2015/212308>
- Enter.co. (2018). Crowdfunding: 5 plataformas de financiamiento colombianas. Recuperado 17 de septiembre de 2018, a partir de <https://www.colombiafintech.co/novedades/crowdfunding-5-plataformas-de-financiamiento-colombianas>
- Faya, F. R. (2016). Crowdfunding inmobiliario: una alternativa de inversión más “democrática”, (2014), 18-23.
- Fiduciaria Bancolombia S.A. - Sociedad Fiduciaria. (2018). Fiducia Inmobiliaria Preventa

- Información básica. Recuperado 11 de septiembre de 2018, a partir de [http://www.todo1.com/cs/Satellite?c=Page&cid=1266348258600&pagename=FiduciariaBancolombia%2FFB\\_TemplateMenuDerecho&rendermode=previewnoinsite](http://www.todo1.com/cs/Satellite?c=Page&cid=1266348258600&pagename=FiduciariaBancolombia%2FFB_TemplateMenuDerecho&rendermode=previewnoinsite)
- Field, A. (2016). Municipal Bonds For The Rest Of Us: A Startup Seeks To Democratize Public Finance. Recuperado 27 de septiembre de 2018, a partir de <https://www.forbes.com/sites/annefield/2016/04/30/municipal-bonds-for-the-rest-of-us-a-startup-seeks-to-democratize-public-finance/#3c563e5c1fc5>
- Freedman, B. D. M., & Nutting, M. R. (2014). A Brief History of Crowdfunding. *http://www.freedman-chicago.com/ec4i/History-of-Crowdfunding.pdf*, 10. <https://doi.org/10.1016/j.cell.2015.03.044>
- García, C. (2017). «Bonos proyecto»: La vía para financiar infraestructuras que busca su hueco en España - *elEconomista.es*. Recuperado 27 de septiembre de 2018, a partir de <http://www.economista.es/mercados-cotizaciones/noticias/8397762/05/17/Bonos-proyecto-La-via-para-financiar-infraestructuras-que-busca-su-hueco-en-Espana.html>
- García, M. (2018). LOS ORÍGENES DEL CROWDFUNDING INMOBILIARIO | Blog | Inmocrowd. Recuperado 20 de septiembre de 2018, a partir de <http://www.inmocrowd.es/post/los-origenes-del-crowdfunding-inmobiliario>
- GoFundMe. (2018a). Charity Online Fundraising Websites that WORK! Recuperado 15 de septiembre de 2018, a partir de <https://www.gofundme.com/how-it-works>
- GoFundMe. (2018b). GoFundMe Announces CrowdRise by GoFundMe: The Ultimate Social Fundraising Solution for Nonprofits - GoFundMe (news). Recuperado 15 de septiembre de 2018, a partir de <https://gofundme.pr.co/164359-gofundme-announces-crowdrise-by-gofundme-the-ultimate-social-fundraising-solution-for-nonprof>
- Gómez, C., & De León, E. (2012). Método comparativo. *Métodos y técnicas cualitativas y cuantitativas aplicables a la investigación en ciencias sociales*, 5, 223-251.
- Grimsey, D., & Lewis, M. K. (2005). Are Public Private Partnerships value for money?: Evaluating alternative approaches and comparing academic and practitioner views. *Accounting Forum*, 29(4), 345-378. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2005.01.001>
- Hernández Sainz, E. (2017). Monográfico-Economía colaborativa *Revista de Estudios Europeos* EL CROWDFUNDING INMOBILIARIO MEDIANTE CONTRATOS DE CUENTAS EN PARTICIPACIÓN: UNA FÓRMULA DE INVERSIÓN PARTICIPATIVA ¿ ALEGAL O PROHIBIDA ? 1 REAL ESTATE CROWDFUNDING VIA PROFIT SHARING AGREMEN. *Revista de Estudios Europeos*, 70, 126-146.
- Housers. (2017). *Manual del inversor 1 MANUAL DEL INVERSOR*.
- Jacobs, J. (1961). *The Death and Life of Great American Cities*. New York: Random House.

- Jefatura del Estado. (2015). Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. *Boe*, 101, 1-84.
- Kiva Org. (s. f.). How Kiva works | Kiva. Recuperado 14 de septiembre de 2018, a partir de <https://www.kiva.org/about/how>
- Kukkonsuo, M. (2009). Venture Capital 2.0: Grow VC Launches Private Beta (We Have Invites) - ArcticStartup. Recuperado 15 de septiembre de 2018, a partir de <http://arcticstartup.com/venture-capital-2-0-grow-vc-launches-private-beta-we-have-invites/>
- La Bolsa Social. (2018). Qué hacemos - La Bolsa Social. Recuperado 17 de septiembre de 2018, a partir de <https://www.bolsasocial.com/what-we-do/>
- Lendix. (s. f.). Sobre lendix - Lendix España. Recuperado 14 de septiembre de 2018, a partir de <https://es.lendix.com/sobre-lendix/>
- Marchand, F. (2016). Crowdfunding Real Estate : Institutions.
- Martucci, B. (2017). Top 10 Equity Crowdfunding Sites for Investors & Entrepreneurs. Recuperado 16 de septiembre de 2018, a partir de <https://www.moneycrashers.com/equity-crowdfunding-sites-investors-entrepreneurs/>
- Miller, S., & Coutts, C. (2018). A multiple case study of local & creative financing of bicycle and pedestrian infrastructure. *Case Studies on Transport Policy*, 6(2), 257-264. <https://doi.org/10.1016/j.cstp.2018.03.008>
- Ministerio de Economía y Competitividad. (2018). Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial, 107.
- Ministerio De Hacienda y Crédito Público. Decreto 1357 (31 de Julio) (2018). Bogotá.
- Moreno, D. (2017). ¿Qué es el «crowdfunding» y cómo se regula? - La Central del Negocio. Recuperado 19 de septiembre de 2018, a partir de <https://www.lacentraldelnegocio.com/que-es-crowdfunfing-como-se-regula/>
- neighborly. (2018). General Obligation Bonds Of The Paso Robles Joint Unified School District San Luis Obispo County, California, Series 2018. Recuperado 27 de septiembre de 2018, a partir de <https://neighborly.com/issuance/paso-robles-joint-united-school-district/investment-options>
- Niño Galeano, A. (2016). *CROWDFUNDING INMOBILIARIO COMO ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR EDIFICADOR COLOMBIANO*.
- Paolatino, M. (2014). Introducción a la Financiación Colectiva ( Crowdfunding ) en el Mercado de Capitales. *Derecho Comercial del Consumidor y de la Empresa*, V(2), 287-293.
- Patricia Robles. (2012). The CROWDFUND Act: everything you need to know - Econsultancy. Recuperado 15 de septiembre de 2018, a partir de <https://econsultancy.com/the-crowfund->

act-everything-you-need-to-know/

- Portafolio. (2018a). Es clave la norma para regular el 'crowdfunding' | Negocios | Portafolio. Recuperado 12 de septiembre de 2018, a partir de <http://www.portafolio.co/negocios/es-clave-la-norma-para-regular-el-crowdfunding-516472>
- Portafolio. (2018b). Este es el decreto que regula el crowdfunding en el país | Economía | Portafolio. Recuperado 11 de septiembre de 2018, a partir de <http://www.portafolio.co/economia/este-es-el-decreto-que-regula-el-crowdfunding-en-el-pais-519676>
- Progreso Revista de Actualidad Jurídica. (2018). Regulación del crowdfunding y otros medios de financiación alternativos - Progreso. Recuperado 19 de septiembre de 2018, a partir de <http://progresomicrofinanzas.org/regulacion-del-crowdfunding-y-otros-medios-de-financiacion-alternativos/>
- Rao, L. (2012). Fundraising Platform For Startups ProFounder Shuts Its Doors. *TechCrunch*.
- Rashid, B. (2017). This \$130 Million Fund Is Leading The Way In Real Estate Crowdfunding. Recuperado 19 de septiembre de 2018, a partir de <https://www.forbes.com/sites/brianrashid/2017/06/19/this-130-million-fund-is-leading-the-way-in-real-estate-crowdfunding/#6c1420e26908>
- Superintendencia Financiera de Colombia. (1997). Información General - Sociedades Fiduciarias. Recuperado 11 de septiembre de 2018, a partir de <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/industrias-supervisadas/pensiones-cesantias-y-fiduciarias/informacion-general-sociedades-fiduciarias-15493>
- Universo Crowdfunding. (2018). Plataformas de Crowdfunding en América Latina - Universo Crowdfunding. Recuperado 17 de septiembre de 2018, a partir de <https://www.universocrowdfunding.com/plataformas-de-crowdfunding-en-latinoamerica/#brasil>
- Vanguardia Liberal. (2011). Fiducias inmobiliarias, negocio de moda. Recuperado 11 de septiembre de 2018, a partir de <http://www.vanguardia.com/historico/106340-fiducias-inmobiliarias-negocio-de-moda>
- Walls, M. (2014). Private Funding of Public Parks Assessing the Role of Philanthropy, (January), 1-24.
- World Urban Campaign. (2018). Civic crowdfunding: a collective option for urban sustainable development | World Urban Campaign. Recuperado 27 de septiembre de 2018, a partir de <http://www.worldurbancampaign.org/civic-crowdfunding-collective-option-urban-sustainable-development>
- Zhang, B., Wardrop, R., Ziegler, T., Lui, A., Burton, J., James, A., & Garvey, K. (s. f.). *September*

*2016 In Partnership with SUSTAINING MOMENTUM THE 2ND EUROPEAN  
ALTERNATIVE FINANCE INDUSTRY REPORT.*