

ECONOMÍA DIGITAL Y SISTEMAS FINANCIEROS

Crowdfunding en 360º: alternativa de financiación en la era digital

Carmen Cuesta / Santiago Fernández de Lis / Irene Roibas / Ana Rubio / Macarena Ruesta / David Tuesta / Pablo Urbiola

Resumen ejecutivo

El crowdfunding es un fenómeno enmarcado dentro de los movimientos colaborativos, que han adquirido una nueva dimensión gracias a los avances de las nuevas tecnologías. Mediante el crowdfunding, un gran número de individuos, el *crowd*, realiza pequeñas aportaciones a una causa, logrando en su conjunto una contribución relevante. Las plataformas de crowdfunding de retorno financiero, en formatos similares a los utilizados por las redes sociales, sirven de lugar de encuentro entre solicitantes de financiación (personas o empresas) e inversores, que reciben una contraprestación económica acorde con su aportación de fondos y el riesgo de los proyectos, que suele ser evaluado por las plataformas. Esta novedosa forma de intermediación financiera permite reducir los costes de transacción y gestiona los riesgos a través de la diversificación.

En general, las plataformas trasladan modelos de financiación tradicionales a un contexto en el que la financiación proviene de una multitud de participantes. Así, es posible identificar diferentes modelos de negocio en función de los instrumentos financieros que subyacen en el funcionamiento de las plataformas. Se diferencian dos grandes modalidades dependiendo del status acreedor/socio del inversor: el crowdlending y el equity crowdfunding. En el primer caso, los inversores reciben un instrumento de débito (préstamos participativos, bonos u otros instrumentos de renta fija) que especifica los términos de la devolución, generalmente añadiendo una rentabilidad a la cantidad prestada. En el segundo caso, los inversores obtienen acciones o participaciones en una empresa, y la rentabilidad de la inversión está ligada al éxito futuro de la misma.

El crowdfunding ha experimentado un gran desarrollo a nivel global en los últimos años, debido a la conjunción de tres fuerzas fundamentales, esto es: a las movilizaciones de oferta y demanda propiciadas por el escenario de crisis económica, al avance de las telecomunicaciones y la tecnología en la era digital, y a la ausencia de un marco regulatorio específicamente definido. Al tratarse de un fenómeno novedoso y sin requerimientos de información, es difícil encontrar datos estadísticos. Según el último informe anual de la consultora Massolution, la financiación intermediada mediante crowdlending alcanzó 933 millones de euros en 2012 (un crecimiento del 111% respecto a 2011) y 90 millones mediante equity crowdfunding (un 30% más respecto al 2011). Por geografías, el informe indica que las plataformas de América del Norte son las que captaron más financiación (el 59% del total), seguidas de las plataformas europeas (el 35%).

El negocio del crowdfunding financiero puede verse afectado por normas que regulan los servicios de intermediación y la emisión de instrumentos financieros, como aquellas relacionadas 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, o los requerimientos de capital o Venture Capital. Con el doble objetivo de fomentar esta nueva vía de financiación y proteger a los inversores minoristas, algunos países “early adopters” han empezado a desarrollar una regulación específica para el crowdfunding financiero, con requisitos de registro, transparencia y buena conducta. En general, la normativa suele ser más restrictiva para el equity crowdfunding, estableciendo límites a las emisiones de capital y/o a la participación de inversores no profesionales.

La irrupción del crowdfunding como mecanismo de intermediación financiera constituye un elemento disruptivo en un escenario donde la banca tradicional estaba acostumbrada a estar prácticamente sola. Las plataformas de crowdfunding han crecido de manera exponencial en algunas geografías, intermediando financiación a tipos de interés competitivos —acorde con el nivel de riesgo asociado— y, en muchos casos, ofreciendo una gestión del riesgo crediticio razonable dada la escasa información existente. El crowdfunding financiero ofrece nuevas ideas con respecto al negocio tradicional, poniendo de manifiesto ciertos aspectos que merecen una reflexión por parte de la banca. Así, la banca podría contemplar la creación de nuevos productos más comprensibles destinados al inversor minorista, la introducción de nuevas herramientas de scoring o la implementación de nuevas formas de acercamiento a los clientes y de oferta de servicios de un modo más ágil. Por otro lado, y como ya han hecho algunos bancos, la industria bancaria podría colaborar con plataformas de crowdfunding o incluso crear sus propias plataformas para derivar a los clientes de mayor riesgo o las operaciones de pequeño valor, recogiendo así la parte que queda fuera del negocio tradicional.

El crowdfunding financiero puede desempeñar un papel fundamental como complemento a las fuentes tradicionales de financiación, dirigiéndose a aquellos segmentos de negocio no cubiertos por las modalidades convencionales. Puede favorecer también el nacimiento de iniciativas empresariales y la innovación, impulsando de esta forma el desarrollo económico. Por otra parte, en un contexto de escasez de crédito y crisis económica puede convertirse en un elemento fundamental para aliviar necesidades de financiación, contribuyendo a la recuperación económica, a la vez que ofrecer altas rentabilidades para el ahorro. Sin embargo, la inversión mediante crowdfunding conlleva riesgos de solvencia y liquidez potencialmente altos, en un mercado cuya mayor informalidad agrava los problemas de asimetría de información entre demandantes y oferentes de financiación. Además, las actividades de intermediación realizadas por las plataformas se enmarcan dentro de la banca en la sombra, por lo que, al quedar fuera del sistema bancario tradicional, están sometidas a una regulación más laxa. En este sentido, es necesario un marco regulatorio equilibrado que permita el desarrollo de esta fuente complementaria de financiación y, al mismo tiempo, proteja a los inversores minoristas y evite posibles riesgos sistémicos.

1. ¿Qué es el crowdfunding?

El crowdfunding es un fenómeno enmarcado dentro de los nuevos movimientos colaborativos en los que un conjunto de individuos realiza pequeñas aportaciones a una causa u objetivo y, pese a que la aportación individual puede ser insignificante, un gran número de participantes, el *crowd*, hace que en su totalidad la contribución sea relevante.

Mientras que en la creación de la Wikipedia, por ejemplo, la aportación de los individuos es en forma de conocimiento, el crowdfunding supone aportaciones económicas a proyectos o ideas, constituyendo un nuevo mecanismo de financiación alternativo al sistema financiero tradicional.

Los avances en el acceso y el uso de las nuevas tecnologías digitales han permitido que los movimientos colaborativos adquieran una nueva dimensión, ya que Internet se convierte en un lugar de encuentro para multitud de individuos, favoreciendo la relación peer to peer (P2P, de persona a persona), pero también la relación peer to business (P2B, de persona a empresa). Así, han surgido plataformas de crowdfunding que, en formatos similares a los utilizados por las redes sociales, sirven de lugar de encuentro entre solicitantes de financiación (personas o empresas) e inversores.

Las razones económicas de su existencia y popularidad son obvias. El crowdfunding constituye una alternativa donde los agentes con excedentes de recursos y los agentes deficitarios se encuentran directamente -o casi directamente- en el mercado, hecho favorecido por las innovaciones digitales que permiten que el conocimiento de unos y otros sea más rápido y confiable. Esto, por tanto, permite que diferentes costes, sobre todo los de transacción, se reduzcan enormemente, permitiendo que la interacción de la oferta y la demanda se dé con menores fricciones.

Existen diversos tipos de crowdfunding dependiendo de los formatos de retribución a los inversores. Las plataformas de donaciones están destinadas a proveer fondos de forma altruista sin ningún tipo de remuneración a cambio. En otros casos, la aportación de fondos se premia con algún tipo de recompensa o contraprestación no monetaria como recibir un libro, aparecer en los agradecimientos de la obra o participar en una película, etc. Algunas de estas plataformas de crowdfunding de recompensa, más allá de tener un carácter filantrópico, suponen el pago por adelantado de un producto o servicio, lo que permite a un emprendedor financiarse a través de sus futuros clientes, en lugar de arriesgar únicamente su propio capital o recurrir a otras formas de financiación tradicionales, lo que amortigua el riesgo financiero asumido por el proyecto.

Por otro lado, existen modelos de crowdfunding en los que los inversores reciben una contraprestación económica acorde con su aportación de fondos y el riesgo asumido. Dentro de estos modelos, denominados crowdfunding con retorno financiero, se diferencian dos tipologías, dependiendo del status acreedor/socio del inversor. En el caso del crowdlending, los inversores reciben un instrumento de débito que especifica los términos de la devolución del préstamo, generalmente añadiendo una rentabilidad a la cantidad prestada. Por otro lado, en el equity crowdfunding, los inversores obtienen acciones o participaciones en una empresa, y la rentabilidad de la inversión está ligada al éxito futuro de la misma.

Estas actividades de intermediación se enmarcan dentro de la banca en la sombra (*shadow banking*), definido de manera amplia como "la intermediación de crédito/crediticia de entidades y actividades (total o parcialmente) fuera del sistema bancario tradicional o como intermediación de crédito/crediticia no bancaria". Así, de manera general, los productos financieros que se negocian en estas plataformas quedan fuera del marco legal general aplicable por los reguladores de las entidades de crédito/depositos, estando sometidos a una regulación más laxa. El hecho de que se encuentren fuera del ámbito de la regulación bancaria se explica entre otras razones por: i) no captan depósitos, así el pasivo financiero que adquieren los inversores no es un depósito; ii) la plataforma no es una entidad de depósito con la ficha de autorización

correspondiente y no está bajo el paraguas de los correspondientes fondos de garantía de depósito; o iii) no tienen ficha de establecimiento financiero de crédito.

Este informe se centra en las plataformas de crowdfunding con retorno financiero, ya que son las modalidades que afectan de manera más relevante al sistema financiero y que pueden tener un mayor impacto disruptivo sobre el negocio bancario. Con el objetivo de intentar ofrecer una valoración de 360º, realizamos una aproximación a estas plataformas de financiación digital en las geografías más relevantes: Estados Unidos, Europa y Latinoamérica.

2. Fundamentos económicos del crowdfunding

2.1. Ecosistema del crowdfunding de retorno financiero

Según Agrawal et al. (2013), Agrawal et al. (2011) y Rodríguez de las Heras Ballell (2013), el ecosistema del crowdfunding está formado por seis piezas clave: los prestatarios o emprendedores, los prestamistas o inversores, el servicio a intercambiar, el precio al que se pacta el intercambio, la plataforma digital y el marco regulatorio existente.

En primer lugar, los prestatarios o emprendedores constituyen la demanda dentro del ecosistema del crowdfunding. En algunos casos se trata de particulares con necesidades de financiación que encuentran difícil el acceso a préstamos bancarios. En otros casos son pequeños emprendedores que requieren una inyección de capital para desarrollar una idea o proyecto empresarial (Schwienbacher y Larralde, 2010), pero que carecen de una reputación que les permita acceder al mercado financiero tradicional.

La segunda pieza de este ecosistema son los prestamistas o inversores, que constituyen la oferta del mercado. Estos, si bien pueden tener alternativas de inversión en el mercado financiero tradicional, tienen, por un lado, menos posibilidades de invertir de manera individual dada su probable limitada capacidad de inversión y, por otro lado, dificultades para observar y evaluar proyectos, no sólo por limitaciones geográficas, sino también por carecer de la capacitación necesaria para evaluar una potencial inversión (Agrawal et al. 2013 y 2011).

El tercer elemento es el servicio a intercambiar, el capital financiero. Como se ha mencionado, los inversores cuentan con el capital a ofertar, mientras que los prestatarios requieren dicho capital. Para que el intercambio se produzca hace falta un precio de transacción, que es la cuarta pieza de este ecosistema. Dadas las características de oferentes y demandantes, en la mayoría de casos esta transacción sería imposible de realizar dentro del mercado financiero tradicional, al ser imposible acordar un precio satisfactorio para ambas partes.

En este contexto surge la quinta pieza: la plataforma tecnológica del crowdfunding. Facilita que las otras cuatro piezas empiecen a funcionar, es decir, que la oferta y la demanda, con sus características particulares, se emparejen en el mercado a un determinado precio. Esta plataforma tecnológica permite que los incentivos que mueven a cada uno de los agentes se encuentren, reduciendo los riesgos inherentes gracias al apoyo de la tecnología (Agrawal, 2013; Schwienbacher y Larralde, 2010). Finalmente, como sexta pieza, están las reglas de funcionamiento de este ecosistema.

2.2. Incentivos, desincentivos y fallos de mercado

Los elementos característicos de la intermediación financiera según la literatura económica (Mishkin, 2012) afectan de manera general al crowdfunding de retorno financiero. Así, en el mercado que conforman las plataformas de crowdfunding encontramos los incentivos particulares de sus diferentes agentes económicos y los fallos típicos de los mercados financieros (como las asimetrías de información), lo que implica incertidumbre y riesgos que requieren ser gestionados.

Los agentes económicos de cualquier mercado responden a los incentivos económicos existentes (Coase, 1960; Becker, 1974). El ecosistema del crowdfunding no es una excepción y en él los emprendedores, los inversores y los gestores de las plataformas tienen incentivos y desincentivos que determinan su funcionamiento (Agrawal et al., 2013; Pazowski y Czudek, 2014).

Los prestatarios o emprendedores tienen el incentivo de acceder al capital que requieren a costes menores a la alternativa, quizá nula, de obtenerlo en el sistema tradicional. Otro incentivo lo constituye el hecho de que, en muchos casos, la plataforma permite a los emprendedores recibir opiniones sobre su proyecto. No obstante, este mismo proceso puede generar algunos desincentivos para los emprendedores, al tener que revelar información sobre su estrategia empresarial. Así mismo, al implicar el crowdfunding la participación de varios inversores, el emprendedor puede experimentar una situación de caos en la gestión del proceso ante las opiniones recibidas por diferentes inversores. (Waldfogel y Chen, 2006).

Respecto a los incentivos del inversor, el crowdfunding le permite acceder a nuevas oportunidades de inversión, tener conocimiento de productos en etapa temprana de desarrollo y ser partícipe de su creación. Entre los desincentivos a participar, está la posibilidad de que el emprendedor no tenga suficientes competencias y fracase o incurra en retrasos en la finalización del proyecto. También existe la posibilidad de fraude, más allá de que en teoría la plataforma ayude a mitigarlo. Por tanto, el inversor se enfrenta claramente a riesgos derivados del fallo de mercado conocido como asimetría de información (Lewis, 2011), en una relación en la que el emprendedor tiene más información que él.

Por su parte, los gestores de la plataforma de crowdfunding, aparte de buscar ganancias en el presente a través de las comisiones, tienen el objetivo de fidelizar y atraer más inversores, por lo que tienen incentivos para velar por la buena calidad de los proyectos que anuncian y, por ende, para mejorar los mecanismos de selección y gestión de riesgos de sus plataformas.

Como argumentan Mishkin (2012), Argawal (2013) y Ahlers et al. (2012), la mitigación de los fallos de los mercados financieros requiere la interacción de acciones de distintos agentes. Por un lado, los buenos emprendedores pueden mitigar las asimetrías de información a través de la señalización, por ejemplo, otorgando mayores garantías para el inversor, dando mayor transparencia a todo el proceso o revelando su hoja de vida. El objetivo central es mejorar la calidad de las señales positivas desde la demanda hacia la oferta (Ahlers et al. 2012; Cabral, 2012).

Los inversores también podrían, teóricamente, recabar mejor información para decidir su participación en un proyecto. Sin embargo, como argumenta Argawal et al. (2013), al ser inversores que intervienen con pequeños importes, su grado de implicación en el proyecto, y por tanto su incentivo para recabar más de información sobre el mismo, puede ser menor. Estudios como el de Zhang y Liu (2012) hallan además la presencia de comportamiento manada, es decir, los inversores suelen dirigirse hacia el proyecto que va obteniendo mayor financiación, o hacia aquellos seleccionados por algún inversor a quien se identifica como de mayor experiencia, lo que podría dar la señal de calidad del proyecto. Por último, como ya se ha mencionado, la plataforma de crowdfunding tiene incentivos claros para hacer que su mercado funcione e incorporar mecanismos de autorregulación que reduzcan los riesgos derivados de la asimetría de información.

Si bien estos elementos autorregulatorios pueden generarse como resultado de los propios incentivos-desincentivos de los agentes, no son suficientes, particularmente dentro del mercado financiero, donde los riesgos de errores y efectos multiplicadores pueden ser grandes. En este sentido, la presencia del regulador siempre es relevante y, como veremos más adelante en una sección específica, esta es cada vez más activa. Los sesgos que cada regulación tiene, sin embargo, dependerán mucho de la propia dinámica de desarrollo del proceso de crowdfunding en las diferentes geografías.

3. Características de las plataformas de crowdfunding financiero

Tras la revisión y el análisis de una serie de plataformas de crowdfunding financiero, incluidas en el Anexo A, se han identificado una serie de aspectos comunes a todas ellas que describimos a continuación:

Tabla 1

Características de las plataformas de crowdfunding financiero

1	Son un lugar de encuentro y escaparate de proyectos
2	Intermedian entre los inversores y los solicitantes de financiación
3	Reducen los costes de transacción
4	Evalúan el riesgo y/o clasifican los proyectos
5	Gestionan los riesgos a través de la diversificación
6	Asumen una responsabilidad muy limitada
7	Están inspiradas en modelos de financiación tradicionales

Fuente: BBVA Research

- **Son un lugar de encuentro y escaparate de proyectos**

Las plataformas de crowdfunding son sitios Web que actúan de lugar de encuentro entre los inversores y los solicitantes de financiación. Los demandantes tienen a su disposición un espacio, muy similar a los perfiles de las redes sociales, donde describen y promocionan su idea, proyecto o necesidad para atraer la financiación que requieren para llevarla a cabo. A su vez, los inversores encuentran un amplio catálogo de proyectos a los que aportar fondos para obtener una rentabilidad.

- **Intermedian entre los inversores y los solicitantes de financiación**

Las plataformas proporcionan distintos servicios de intermediación (por ejemplo, gestión de los contratos y de los pagos y cobros) por los que son remuneradas a través de comisiones aplicadas generalmente a ambos tipos de participantes, inversores y receptores de financiación.

- **Reducen los costes de transacción**

La información facilitada en las plataformas digitales permite un emparejamiento rápido de la necesidad de capital con la capacidad de financiación. De este modo, se reducen considerablemente los costes de transacción -fundamentalmente los costes de búsqueda- respecto a un escenario donde el encuentro entre estos agentes económicos hubiese sido prácticamente imposible, generándose ganancias en términos de eficiencia.

- **Evalúan el riesgo y/o clasifican los proyectos**

En muchos casos las plataformas catalogan los proyectos en función del riesgo, previa evaluación de la solvencia del prestatario o la viabilidad de la iniciativa empresarial, y hacen pública esta clasificación en la propia plataforma. Sin embargo, no asumen responsabilidades derivadas de esta evaluación y una práctica que no sea suficientemente diligente puede llevar a concluir a partir de información falsa, tanto en el caso de individuos demandantes de financiación (la capacidad de la plataforma para comprobar la veracidad es limitada) como en el caso de emprendedores o startups (la información financiera no necesita estar auditada).

- **Gestionan los riesgos a través de la diversificación**

Mientras que en el negocio tradicional el riesgo de impago es asumido por el banco que concede un préstamo, en el caso del crowdfunding este riesgo se reparte entre todos los inversores que lo han financiado parcialmente, de manera que el riesgo se diluye. Así, el intercambio bajo este esquema minimiza los riesgos de la inversión dado su tamaño, lo que mitiga en cierta forma riesgos elevados para los inversores de forma individualizada (Agrawal et al. 2013).

- **Asumen una responsabilidad muy limitada**

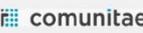
La mayor parte de las plataformas no se implica directamente en la actividad financiera de préstamo o inversión que pueda acontecer, por lo que asumen una responsabilidad limitada. Tanto el riesgo de solvencia como el de liquidez son asumidos por el prestatario o inversor.

- **Están inspiradas en modelos de financiación tradicionales**

En general, las plataformas trasladan modelos de financiación tradicionales a un contexto en el que la financiación proviene de una multitud de participantes en vez de ser aportada por una única entidad o un grupo de inversores más reducido. Así, es posible clasificar las plataformas en función de los instrumentos financieros que subyacen en el funcionamiento de la plataforma.

4. Modelos de negocio de las plataformas de crowdfunding financiero

Tabla 2
Modelos de negocio de las plataformas de crowdfunding financiero

Préstamos participativos	Renta fija	
           	<p>Préstamos financiados con notas</p>  	<p>Intermediación de títulos de renta fija</p>    
	Equity	
	   	   
	Factoring o descuento de facturas	
	   	

Fuente: BBVA Research

4.1. Plataformas de préstamos participativos

En esta modalidad, las plataformas de crowdfunding actúan como administradoras en el establecimiento de un contrato de préstamo entre particulares, donde los prestamistas son varios y la cantidad con la que participan y las tasas de interés obtenidas pueden diferir de unos a otros.

En la mayor parte de las plataformas españolas y en la argentina Afluenta, los inversores firman un contrato de fideicomiso o mandato por el que la plataforma se convierte en agente fiduciario o simplemente administrador y concede el préstamo en su nombre, encargándose posteriormente de los cobros. En las plataformas británicas lo más habitual es que sean prestamistas y prestatarios los que firman directamente los contratos. Pero se dan casos, como en la española Lendico o la británica Wellesley & Co, donde es la plataforma la que establece el contrato con el prestatario y posteriormente cede parte o la totalidad del préstamo en participaciones a los prestamistas. Cuando los préstamos son garantizados, aparte del contrato de préstamo entre las partes, el prestatario firma un acuerdo de garantía con un "Security Trustee" (fideicomisario), dependiente de la plataforma, que ejerce de tenedor de la garantía en nombre de los prestamistas.

Las plataformas suelen fijar un límite máximo para cada préstamo, así como para el total de préstamos vivos solicitados por un mismo prestatario, y un mínimo para la cantidad invertida por cada prestamista, que puede diversificar su cartera y financiar parcialmente varios préstamos de diferentes prestatarios. Se establece un período de tiempo para la captación de fondos y una proporción mínima del principal que debe haberse captado a dicha fecha (siempre que el prestatario acepte financiación parcial). Para determinar los tipos de interés del préstamo, algunas plataformas establecen un mecanismo de mercado (por ejemplo, una subasta entre los inversores), mientras que otras lo deciden directamente en función de la clasificación del riesgo del proyecto. En algunas plataformas son los inversores los que seleccionan los préstamos en los que quieren participar, mientras que en otros casos la plataforma une automáticamente las solicitudes y las ofertas de financiación en función de los criterios establecidos por prestamistas y prestatarios. Una vez formalizado el préstamo, la plataforma gestiona los pagos y los cobros, y la amortización se realiza, por lo general, en cuotas mensuales de igual cuantía, incluyendo principal e intereses, en un plazo fijo. En este sentido, el pago de cuotas de igual cuantía (con tipos de interés no referenciado a índices de mercado y largos periodos de amortización) implica riesgos ante fluctuaciones de la inflación o de los tipos de interés de referencia.

En caso de impago, la plataforma emprende acciones de cobro en nombre de los prestamistas y, en algunos casos, dispone de un fondo de garantía que puede compensar los impagos. No obstante, estos fondos no están obligados a atender las reclamaciones y, en última instancia, es el prestamista quien soporta el riesgo de solvencia del prestatario. En cuanto al riesgo de liquidez, algunas plataformas cuentan con un mercado secundario en el que los prestamistas pueden ofrecer sus participaciones en préstamos ya concedidos, aunque estos mercados secundarios pueden tener una liquidez limitada. En caso de cierre de la plataforma, los contratos de préstamo siguen en vigor, y las plataformas suelen tener acuerdos con un tercero para que siga administrando los contratos.

4.2. Plataformas inspiradas en productos de renta fija

Dentro de esta categoría diferenciamos entre plataformas en las que se conceden préstamos financiados mediante títulos de renta fija (notas) y plataformas que intermedian productos similares a los tradicionales de renta fija (pagarés, bonos u obligaciones).

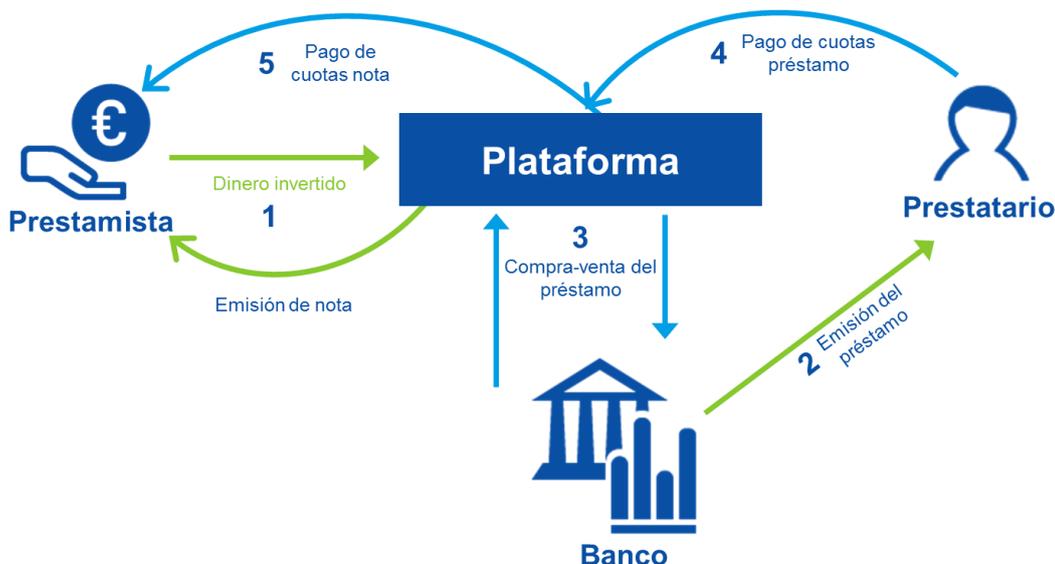
4.2.1. Préstamos financiados con notas

Este modelo se caracteriza por la emisión de títulos de renta fija denominados “notas” (generalmente a 3 o 5 años) por parte de la plataforma y por la participación de un banco como emisor del préstamo (que suele ser un préstamo al consumo).

Los prestamistas depositan el dinero que desean invertir en una cuenta. La plataforma emite notas a la par que representan el derecho a recibir la parte proporcional de los pagos (principal e intereses) que le corresponde a cada prestamista de un determinado préstamo, condicionado a que la plataforma reciba los pagos del prestatario¹ (de manera que el riesgo de impago es asumido por los prestamistas). El principal de cada préstamo es adelantado por un banco, al cual la plataforma devuelve inmediatamente después el principal más la correspondiente comisión, empleando para ello el dinero previamente depositado por los prestamistas. En caso de cierre de la plataforma, ésta suele tener acuerdos con un tercero para que continúe con la administración de los préstamos y con la amortización de las notas, pero en ningún caso se garantiza la continuidad de la gestión y, por tanto, la recuperación de la inversión. Las notas no son negociables en mercados oficiales pero pueden ser transferibles a través de otra plataforma independiente, aunque en ningún caso se garantiza su venta ni su valor, por lo que existe riesgo de liquidez.

Gráfico 1

Modelo de negocio de las plataformas de préstamos financiados con notas



Fuente: BBVA Research

En Estados Unidos todas las plataformas analizadas de crowdlending siguen este modelo debido las restricciones regulatorias en la emisión de préstamos por entidades no autorizadas. Por su popularidad destacan Lending Club y Prosper, en las cuales se conceden préstamos al consumo.

Se están creando además instrumentos financieros más complejos a partir de estas notas que están siendo compradas por bancos y sociedades de inversión con el fin de utilizarlas como activo subyacente para la emisión de bonos de titulización. Además de transformar activos no negociables en mercados oficiales (las

1: Las notas emitidas por la plataforma no han de confundirse con bonos de titulización. A diferencia de éstos, que están respaldados por una pool de activos financieros, cada nota está respaldada por un único préstamo, de manera que el flujo de principal e intereses que recibe el tenedor de la nota proviene del pago de un solo prestatario por un préstamo en concreto.

notas) en activos negociables (los bonos) la titulización de las notas puede favorecer el acceso a la financiación para los prestatarios, ya que el incremento de la demanda de notas por parte de estos bancos (aumento de la oferta de ahorro) presiona a la baja los tipos de interés de los préstamos concedidos a través de las plataformas. Sin embargo, dado que los bancos no retendrán las notas —los transformarán en bonos de titulización que después venderán en los mercados—, es posible que los incentivos a una adecuada evaluación del riesgo disminuyan —dependiendo de si los bancos retienen o no el tramo de bonos de peor calidad crediticia—, y acaben concediéndose préstamos a individuos con un alto perfil de riesgo. Las plataformas, por su parte, tienen interés en vender el mayor número posible de notas (para cobrar su comisión), lo que potencia el efecto anterior. Por tanto, la titulización de las notas puede incrementar el riesgo inherente a las mismas. Existe, además, un riesgo adicional ante falta de liquidez en el mercado como consecuencia de crisis financieras o cambios en la regulación que provoquen una escasez de demanda.

4.2.2. Plataformas que intermedian títulos de renta fija

En este modelo la plataforma ejerce únicamente de intermediario entre deudores (generalmente empresas), que ofrecen productos de renta fija similares a los pagarés, bonos u obligaciones (con una madurez desde pocos meses hasta 25 años), y los inversores que los compran. En general todas las plataformas disponen de un mercado secundario.

Algunos de los productos, además de ofrecer una rentabilidad fija, están vinculados a la inflación, son convertibles en acciones o incluyen un retorno variable que depende del resultado de la inversión (como es el caso, por ejemplo, de los préstamos subordinados con participación en los beneficios). En las plataformas alemanas Seedmatch y Companisto son frecuentes este último tipo de instrumentos.

4.3. Plataformas de equity crowdfunding

Las plataformas de equity crowdfunding intermedian acciones o participaciones en una empresa y funcionan de manera similar a aquellas que intermedian títulos de renta fija, revisadas previamente. Los demandantes de financiación son empresas, generalmente startups en sus primeras fases, que fijan un objetivo de inversión y el porcentaje de su capital que ofrecen a cambio. Una vez alcanzado el objetivo de inversión, se transfiere el dinero y el inversor recibe a cambio las acciones o participaciones. De manera general, la plataforma cobra comisiones a los emisores del capital con posterioridad al fondeo de la operación. Los inversores pueden comprar acciones de diferentes empresas, asumiendo todos los riesgos inherentes a este tipo de instrumentos financieros. En algunos casos existe mercado secundario de acciones en las propias plataformas.

Los inversores suelen tener acceso a la información de las empresas en distintas fases, según el grado de compromiso adquirido, disponiendo solo de la totalidad de la información cuando la inversión se hace efectiva (por ejemplo, Bestaker en España). En determinadas geografías como Estados Unidos o Italia se permite la posibilidad de que el administrador de la plataforma sea un banco. Por otro lado, algunas plataformas (como la británica AngelsDen) combinan el equity crowdfunding con una red tradicional de business angels y organizan eventos físicos de presentación y discusión de los proyectos.

Es importante señalar que los proyectos de inversión de las plataformas de equity crowdfunding son generalmente en empresas en fases muy tempranas de creación, cuya viabilidad económica es especialmente incierta, por lo que presentan altas tasas de fracaso. No existe ningún tipo de garantía de la industria que cubra al pequeño inversor en caso de quiebra del proyecto financiado y las únicas medidas de protección existentes se establecen a través de límites en las inversiones. En EEUU, por ejemplo, la compra de equity es todavía ilegal para el público general (solo pueden acceder los inversores acreditados). No

obstante, estas inversiones pueden llegar a ofrecer niveles de rentabilidad muy atractivos al existir una mayor exposición al riesgo.

4.4. Plataformas inspiradas en operaciones de factoring (descuento de facturas)

Otro instrumento de financiación que comienza a tener su símil en el crowdfunding es el descuento de facturas o pagarés. En algunas plataformas, como la británica MarketInvoice, la española NoviCap o la chilena Merfac, las empresas ofertan selectivamente sus facturas para que sean adquiridas, normalmente mediante subasta, por inversores profesionales. Las empresas deben tener clientes *blue chip* (compañías grandes y estables) para poder descontar sus facturas a través de estas plataformas. Si una factura no es pagada por el cliente, el vendedor de la factura está obligado no obstante a pagar al inversor que la ha adquirido.

En otros casos, se concede una línea crédito respaldada por facturas, como ocurre en la estadounidense *P2B Investor*.

5. Crecimiento de esta nueva forma de financiación

Si bien la aparición del crowdfunding financiero suele venir precedido de un fuerte desarrollo de las plataformas de carácter filantrópico (donación o recompensa), el notable desarrollo experimentado por esta nueva forma de financiación en los últimos años se ha debido a la conjunción de varias fuerzas.

En primer lugar, las movilizaciones de oferta y demanda propiciadas por el escenario de crisis económica han llevado, por un lado, a los agentes con necesidad de financiación a la búsqueda de fuentes alternativas para hacer frente a la escasez de crédito (principalmente para proyectos en sus primeras fases o iniciativas con riesgo elevado) y, por otro lado, a los agentes ahorradores a la búsqueda de rentabilidades superiores a las ofrecidas por el sistema financiero tradicional, en un contexto de bajos tipos de interés a nivel global. En segundo lugar, el despliegue de una infraestructura de telecomunicaciones adecuada y una mejora destacable en la velocidad de procesamiento de la información en la era digital ha permitido, por ejemplo, el desarrollo de interfaces más interactivas y atractivas para el usuario o la posibilidad de aplicar nuevas técnicas analíticas provenientes del Big Data para mejorar el cálculo de los scorings. Todo esto se ha unido al acceso y uso por parte de una masa suficiente de la población de Internet —especialmente de servicios financieros, como los pagos electrónicos o la banca on-line. Por último, los limbos dejados por la regulación han permitido el desarrollo gradual del crowdfunding, si bien las diferencias entre países son grandes y se observan casos donde no se permiten ciertos modelos de crowdfunding financiero (particularmente el de equity).

Estas tres fuerzas (demanda-oferta de financiación, tecnología en la era digital y regulación), considerados conjuntamente, permiten entender el desempeño diferencial del crowdfunding financiero en las distintas geografías.

Al tratarse de un fenómeno novedoso y en plena explosión no existen indicadores globales para medir el impacto del crowdfunding financiero en su totalidad. Sólo en aquellas geografías donde la regulación o la autorregulación impone la publicación de datos de desempeño por parte de las plataformas es posible conocer la evolución de la actividad y sus características.

La consultora Massolution elabora anualmente un informe en el que recoge datos sobre el desempeño de la industria. Según el último informe publicado en 2013, en el que se evalúan 308 plataformas de todo el mundo, el volumen global de financiación a través de crowdfunding (tanto filantrópico como de retorno financiero) alcanzó los 2.099 millones de euros en 2012, repartidos en alrededor de un millón de proyectos

(véase el Gráfico 2). Restringiendo el foco al crowdfunding financiero, los préstamos alcanzaron 933 millones (un crecimiento del 111% respecto a 2011) y el equity crowdfunding supuso 90 millones de financiación, un crecimiento del 30% respecto al año anterior. Por geografías, el informe indica que las plataformas de América del Norte son las que captaron más financiación (el 59% del total), seguidas de las plataformas europeas (el 35%).

Gráfico 2
Recaudación global del crowdfunding

Por modelo de plataforma

en 2012

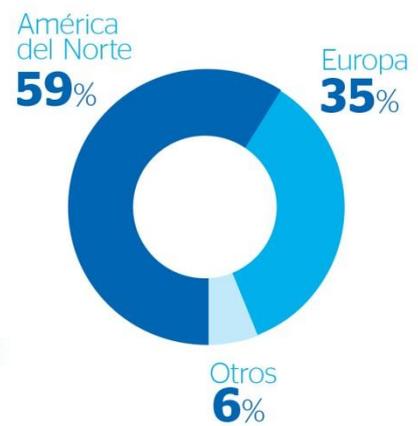


Crecimiento 2011-12



Por región

en 2012



Fuente: Massolution

La siguiente tabla recoge el número de plataformas registradas en diferentes geografías.

Tabla 3
Número de plataformas de crowdfunding financiero (junio 2013)

Estados Unidos	Reino Unido	Francia	España	Alemania	Italia
344	87	53	27	26	15

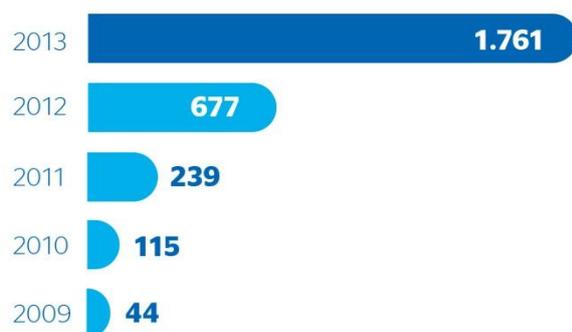
Fuente: InfoDev/Banco Mundial

Estados Unidos es la geografía donde más se ha desarrollado el crowdfunding, tanto en número de plataformas como en volumen de financiación intermediado. El crowdlending es el modelo de negocio por excelencia, ya que el equity crowdfunding permanece restringido de momento a inversores acreditados. Dos plataformas que intermedian préstamos financiados con notas, Lending Club y Prosper (dedicadas a préstamos al consumo), concentran la mayor parte del negocio, representando la práctica totalidad del mercado estadounidense. El Gráfico 3 recoge la evolución del volumen de financiación intermediado por estas dos plataformas tomadas en su conjunto, que muestra crecimientos exponenciales.

Gráfico 3
Estados Unidos: evolución del crowdlending (nuevas operaciones)

Financiación intermediada

millones de euros



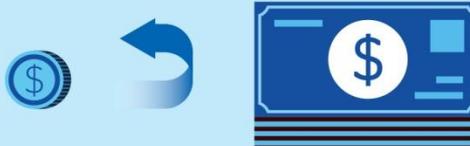
Préstamo medio

euros



*Datos agregados de las dos principales plataformas

El crowdlending presta **1 céntimo por cada 100 dólares** prestados por la banca tradicional (junio de 2014)



Fuente: BBVA Research a partir de datos de Lending Club y Prosper

Con respecto al nuevo fenómeno de titulización de notas emitidas por plataformas de crowdlending, la sociedad gestora de inversión Eaglewood Capital Management realizó en 2013 la primera titulización de este tipo de activos, emitiendo bonos por un total de 53 millones de dólares respaldados por notas compradas a Lending Club. Recientemente, el banco de inversión Jefferies también ha anunciado su intención de titularizar notas compradas a la plataforma CircleBank Lending.

Por último, las restricciones regulatorias limitaron el desarrollo del equity crowdfunding hasta septiembre de 2013, momento a partir del cual se hizo legal el anuncio público de este tipo de emisiones. Sin embargo, como ya se ha mencionado, a fecha de hoy todavía queda restringido el acceso a inversores acreditados, y apenas se dispone de datos sobre los volúmenes de financiación que intermedian.

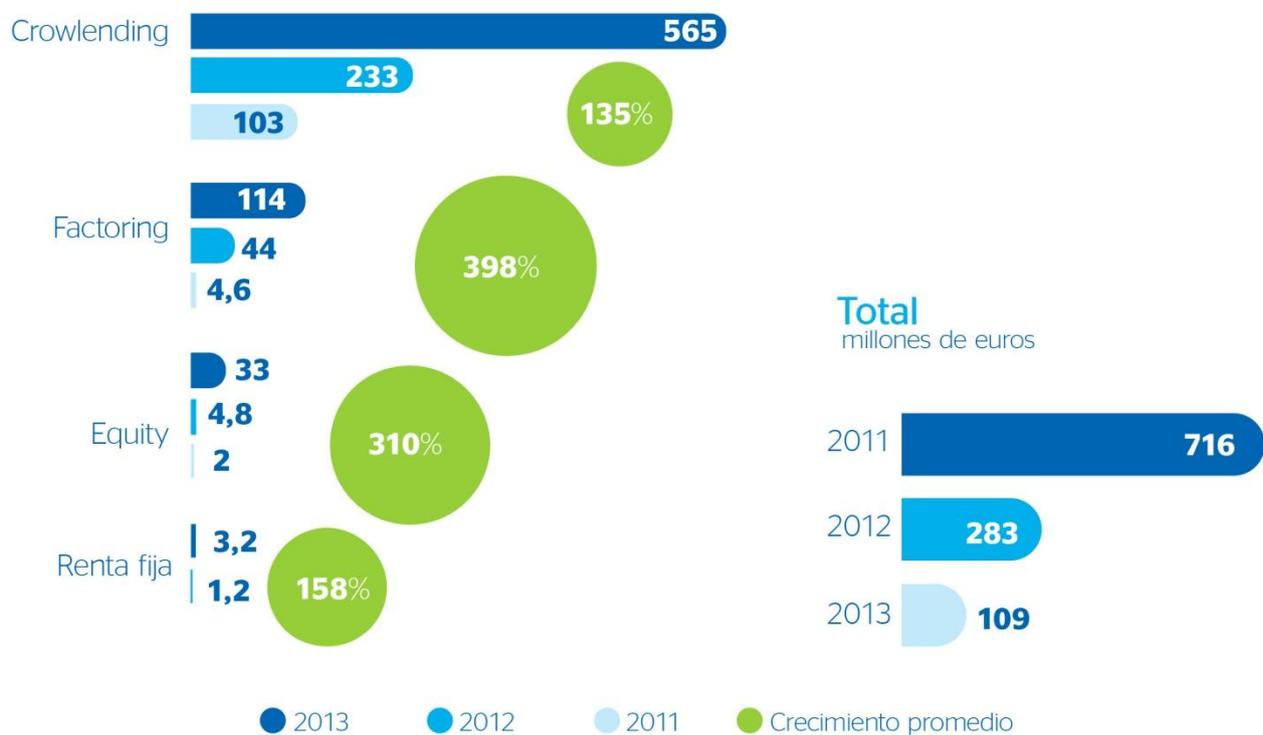
En **Europa**, por su parte, estas plataformas captaron en 2012 unos 735 millones de euros. Sin embargo, estas cifras siguen siendo modestas si se comparan con los préstamos a instituciones no financieras otorgados por bancos comerciales en Europa (6 billones de euros en 2012, según la Federación Europea de Banca, o los 7 miles de millones de euros que obtuvieron en 2012 startups o empresas en primeras fases de desarrollo a través de venture capital (EVCA, 2012).

Reino Unido es el país europeo donde el crowdfunding financiero está más desarrollado, con un volumen de financiación intermediada de 716 millones de euros en 2013 (véase el Gráfico 4). Las plataformas que

más financiación intermediaron fueron las de préstamos participativos (565 millones de euros), seguidas a bastante distancia por las de operaciones de factoring (114 millones de euros) y las de equity (33 millones de euros). El gobierno británico ha impulsado este desarrollo siendo pionero en utilizar estas plataformas para conceder financiación a pequeñas y medianas empresas (pymes), complementando con dinero público (ofrecido en condiciones de mercado) la financiación privada.

Gráfico 4
Reino Unido: evolución del crowdfunding financiero (nuevas operaciones)

Por modelo de plataforma
 millones de euros



Fuente: Nesta

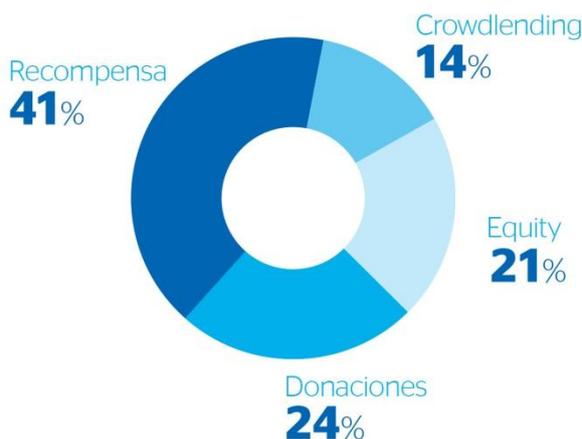
En **España**, según los datos de la Asociación Española de Crowdfunding, las plataformas de crowdfunding —incluyendo aquellas de donación y recompensa— recaudaron un total de 19,1 millones de euros en 2013 (véase el Gráfico 5). Por número de plataformas, las de recompensa y donación son predominantes (41% y 24%, respectivamente) frente a las de equity (21%) y las de préstamos (14%).

Gráfico 5
España: el crowdfunding en 2013

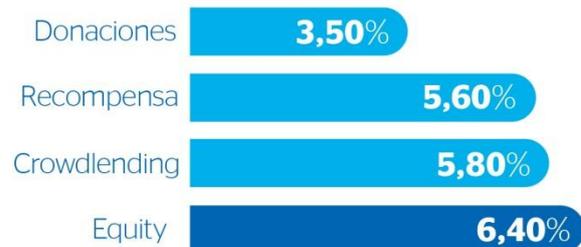
	Solicitud media por proyecto	Aportación media por inversor y proyecto
Crowdlending	30.833€	2.025€
Equity	134.856€	4.853€



Distribución por modelo
del número de plataformas



Comisiones medias
aplicadas por las plataformas



Fuente: Asociación Española de Crowdfunding

En la mayoría de los países de **Latinoamérica**, el crowdfunding no ha dado todavía el salto —de forma significativa— de la filantropía al retorno financiero. En Brasil, México, Chile, Argentina o Paraguay han surgido algunas primeras plataformas de préstamos o de equity, pero en una etapa de desarrollo muy incipiente, mientras que en Colombia, Perú y Uruguay no hay constancia de plataformas de crowdfunding financiero. Por países, en Brasil operan al menos dos plataformas de equity crowdfunding (Eusocio, perteneciente a Crowdcube, y Broota). En México hay plataformas tanto de préstamos (Prestadero y Kubo Financiero) como de equity (Vakita Capital). En Argentina, la plataforma de préstamos participativos Afluenta intermedió préstamos por valor de 7,7 millones de pesos en 2013. Chile es un caso excepcional en la región ya que cuenta con plataformas de todos los modelos de crowdfunding financiero: préstamos participativos (Cumpló y Becual), factoring (Merfac), títulos de renta fija (Eollice) y equity crowdfunding (Broota).

6. Avances de la regulación en el último año

El negocio del crowdfunding financiero puede verse afectado por las distintas normas que regulan los servicios de intermediación y la emisión de instrumentos financieros. Así, entre otras normas que pueden afectar a las plataformas están:

- **Las normas sobre el crédito al consumo** que deben cumplir quienes ofrezcan servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito (como es el caso de muchas de las plataformas de crowdlending)
- Las **normas de protección al consumidor**.
- Dependiendo de cómo se ejecute la actividad del equity crowdfunding, puede estar bajo el alcance de la legislación que regula las **actividades destinadas a la compraventa de instrumentos financieros**.
- Pueden ser también de aplicación las **normas referentes a la provisión de servicios de pago**, en cuanto a la intermediación que las plataformas realizan en el movimiento de fondos entre los inversores y los solicitantes de financiación.
- También son de aplicación reglas relacionadas con la **protección de patentes o los requerimientos de capital o Venture Capital**.

En cualquier caso, al tratarse de un fenómeno novedoso, existe cierta incertidumbre sobre la legislación aplicable al crowdfunding, que se ha desarrollado en sus primeras etapas sin la existencia de una regulación específica. Las plataformas de crowdfunding financiero operan con productos de financiación ejerciendo su actividad en el *shadow banking*. La menor regulación de estos mercados y la mayor informalidad con la que operan muchas de las plataformas aumentan los riesgos de liquidez y solvencia a los que se someten los inversores. En concreto, el riesgo de solvencia se puede ver agravado por una mayor asimetría de información entre deudores y acreedores —o entre emprendedores e inversores— en comparación con la existente en los préstamos bancarios o los mercados de renta fija o variable regulados.

En los países donde más se ha desarrollado el fenómeno del crowdfunding, empiezan a surgir cuerpos normativos específicos que regulan la actividad tratando, por un lado, de proteger al inversor no acreditado y, por otro, de favorecer el acceso a la financiación, especialmente a startups o pequeñas empresas que encuentran dificultades para financiarse por vías convencionales. En algunas geografías, como el Reino Unido, es la propia industria la que se autorreguló inicialmente a través del desarrollo de estándares de transparencia y la adopción de buenas prácticas, en un intento de crear un clima de mayor confianza.

La regulación específica abarca aspectos relacionados con las reglas de funcionamiento de las plataformas, diferenciando con más claridad jurídica las distintas modalidades de financiación colectiva, exigiendo transparencia y publicación de indicadores, imponiendo límites de inversión y, en algunos casos, estableciendo beneficios fiscales.

Sigue existiendo, no obstante, cierta incertidumbre sobre la aplicabilidad de ciertas normas locales en el contexto global en el que nace el crowdfunding, dado que la accesibilidad a la operativa en Internet es transfronteriza. En este sentido, la no coordinación entre reguladores supone un freno al desarrollo de esta modalidad de financiación al generarse un mercado fragmentado.

A continuación se revisan los avances en la regulación específica por geografías en el último año, resumidos en la Tabla 4.

Tabla 4

Avances regulatorios en el último año en Estados Unidos y Europa

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

Fuente: BBVA Research

6.1. Estados Unidos

En septiembre de 2013 entró en vigor el título II de la JOBS Act (The Jumpstart Our Business Startups Act) que permitía a las startups anunciar públicamente emisiones de capital a través de plataformas online. El título III, “Crowdfunding”, que permitirá la participación en estas plataformas a todo tipo de inversores todavía no ha entrado en vigor, a pesar de que estaba previsto para 2014. Así, el título III introducirá una excepción a la Securities Act de 1933 y permitirá por primera vez la participación en las plataformas de equity crowdfunding (con ciertos límites) a todo tipo de inversores y no solo a los acreditados (aquellos con un ingreso anual superior a 200.000 dólares o una riqueza neta superior a 1 millón de dólares, o que formen una unidad familiar con unos ingresos anuales superiores a 300.000 dólares). Se requiere que la emisión se haga a través de un broker o plataforma registrada en la *Securities and Exchange Commission* (SEC) y se establecen los siguientes límites:

- Para el emisor: la cantidad agregada de títulos vendidos al total de inversores en los últimos doce meses no puede superar 1 millón de dólares.
- Para el inversor: la cantidad agregada de títulos comprados en los últimos doce meses no puede superar:
 - Para inversores cuyo ingreso anual o riqueza neta sea inferior a 100.000 dólares, el mayor entre 2.000 dólares o el 5% del ingreso anual o riqueza neta.

- Para inversores cuyo ingreso anual o riqueza neta sea igual o superior a 100.000 dólares, el 10% del ingreso anual o riqueza neta hasta un máximo de 100.000 dólares.

6.2. Europa

La Comisión Europea está trabajando en entender este nuevo modelo de financiación, su evolución y sus riesgos. En el último año ha desarrollado talleres y consultas públicas entre sus ciudadanos, creando el 25 de Junio de 2014 un Comité de Expertos en la materia (ECSF “European Crowdfunding Stakeholder Forum”) que asistirá a la Comisión para generar información y modelos de formación a emprendedores, así como para establecer nuevas políticas y desarrollar mejores prácticas y/o procesos de certificación. El Comité, formado por asociaciones de consumidores, representantes de emprendedores, asociaciones de plataformas, investigadores e instituciones financieras o business angels, trabajará de forma paralela a otros talleres regulatorios en los que se discutirán los obstáculos e inconsistencias que pudieran existir en las aproximaciones regulatorias nacionales.

No parece estar entre los objetivos inmediatos de la Comisión el desarrollar un marco normativo nuevo vinculado al fenómeno del crowdfunding, sino más bien promocionar su despliegue en un entorno de confianza, tratando a la vez de desgranar cómo esta nueva modalidad de financiación encaja dentro del entorno financiero y, en todo caso, prepararse para acciones futuras que contemplen reglas específicas de aplicación a nuevos modelos de negocio que estén fuera del alcance regulatorio actual.

Por su parte, algunos Estados Miembro sí han utilizado el marco regulatorio, o existen iniciativas al respecto, para establecer las pautas que legislen el crowdfunding en su territorio.

Italia: Nueva regulación desde junio de 2013

La Commissione Nazionale per le Società della Borsa (CONSOB) ha sido el primer organismo europeo que ha regulado específicamente el equity crowdfunding. En junio de 2013 se aprobó la regulación nº 18592, una de las medidas propuestas por el Decreto Crescita bis, destinado a promover el crecimiento económico mediante el apoyo a Pymes. Esta norma establece el marco legal para la captación de fondos por parte de startups vía plataformas online. Las startups que pueden participar en estas plataformas tienen que tener su sede en Italia y ser consideradas “innovadoras”, es decir, han de cumplir una serie de requisitos específicos entre los que se encuentra un fuerte componente tecnológico y de inversión en I+D+i.

La nueva ley se compone de tres apartados, en los que se detallan las disposiciones generales, la obligación de registro y la regulación aplicable a las plataformas, así como las normas aplicables a las emisiones de títulos a través de las plataformas. Dentro de estas reglas cabe destacar las siguientes:

- Todas las plataformas tienen que estar registradas en CONSOB.
- Regulación aplicable a las plataformas:
 - Si los gestores son bancos o sociedades de inversión tendrán que cumplir con la regulación del MiFID² y solo tendrán que comunicar la intención de gestionar la plataforma.
 - Si los gestores son otro tipo de empresas deberán solicitar autorización expresa a CONSOB pero la regulación aplicable será más laxa (aunque en todo el caso la emisión tendrá que llevarse a cabo a través de un broker profesional, es decir, un banco o sociedad de inversión) siempre y cuando no se superen los siguientes límites:

2: La Directiva sobre los Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID, por sus siglas en inglés) armoniza a nivel europeo la regulación sobre instrumentos financieros con el fin de mejorar la transparencia y eficiencia de los mercados, así como garantizar la protección del inversor.

- La cantidad de títulos vendida a un inversor no supera los 500 euros por emisión o los 1000 euros en el total de emisiones durante un año.
- 5.000 y 10.000 euros si el inversor es una persona jurídica.

En todo caso los inversores deberán rellenar un formulario indicando su conocimiento acerca de los riesgos de la inversión.

- No hay límites para los inversores.
- Para cada emisión, al menos un 5% de los inversores tienen que ser profesionales para que se puede completar la operación.
- Las emisiones que no superen los 5 millones no tendrán que presentar folleto de emisión.

Reino Unido: nueva regulación desde abril de 2014

En Reino Unido, la Financial Conduct Authority (FCA) introdujo en abril un nuevo marco regulatorio, *PS14/4: The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media*, para las plataformas de crowdlending, que anteriormente estaban fuera de sus competencias, y añadió nuevas normas para las plataformas de investment-based crowdfunding, una categoría que incluye tanto la intermediación de acciones como de títulos de deuda. La FCA impone una regulación más estricta para este segundo grupo de plataformas, restringiendo el tipo de clientes a los que pueden realizar ofertas directas, mientras que opta por una regulación menos restrictiva para las plataformas de lending, al considerar que acarrearán menor riesgo para los inversores.

Una de las principales novedades para las plataformas de crowdlending es la obligación de mantener un capital mínimo en función del volumen de los préstamos que intermedien. Además, deben aplicar una normativa para proteger el dinero de los clientes cuando esté en sus manos y tener acuerdos en vigor para que, en caso de cierre de la plataforma, los contratos de los préstamos pendientes sigan siendo gestionados conforme a lo acordado. El resto de la normativa introducida son reglas generales de conducta sobre la información que deben ofrecer, el tratamiento de las reclamaciones y el envío periódico de datos a la FCA. En general, gran parte de la regulación introducida en abril ya formaba parte de los códigos de conducta que la industria había adoptado a través de sus dos principales asociaciones³.

En cuanto a las plataformas de equity crowdfunding o de títulos de renta fija, la revisión normativa les prohíbe realizar ofertas directas a clientes minoristas no asesorados a menos que estos cumplan alguno de los siguientes requisitos: (i) tener ingresos anuales superiores a 100.000 libras o una riqueza neta de 250.000 libras (excluyendo vivienda principal, pensiones y ciertos seguros), (ii) estar catalogados como inversores sofisticados, (iii) certificar que no van a invertir más del 10% de su patrimonio (excluyendo vivienda principal, pensiones y ciertos seguros) en ese tipo de activos o (iv) estar vinculados al capital riesgo o las finanzas corporativas. Además, siempre que los clientes no reciban asesoramiento profesional, las plataformas deben comprobar su idoneidad antes de enviarles ofertas directas.

Francia: entrada en vigor de la legislación en mayo de 2014

A finales de mayo el gobierno francés aprobó la regulación nº 2014-559, de aplicación a partir de octubre, que exime a las plataformas que emiten instrumentos financieros del cumplimiento de las reglas establecidas por la *Autorité des Marchés Financiers* (AMF).

3: Véanse los códigos de conducta de la "UK Crowdfunding Association" (<http://www.ukcfa.org.uk/code-of-practice-2>) y de la "P2P Finance Association" (<http://p2pfa.info/wp-content/uploads/2014/05/P2PFA-Operating-PrinciplesV020713.pdf>).

La norma francesa incluye medidas diferentes según las plataformas ofrezcan operaciones de crowdlending o equity. En el primer caso, se crea un registro oficial para aquellas plataformas que no sean gestionadas por bancos o sociedades de inversión, *Intermédiaires en financement participatif* (IFP), se obliga a que los contratos se formalicen por escrito y, por último, se imponen límites tanto al emisor (1 millón de euros por proyecto) como al inversor (1.000€ por proyecto, ampliable a 4.000€ en caso de ser préstamos sin intereses). En el caso del equity crowdfunding se crea un registro oficial para aquellas plataformas que no sean gestionadas por bancos o sociedades de inversión, *Conseil en investissement participatif* (CIP), y se imponen límites al emisor (1 millón de euros durante 12 meses), pero no al inversor.

Alemania: propuesta normativa en julio de 2014

La propuesta de ley de protección al inversor minorista (Kleinanlegerschutzgesetz), publicada en julio de 2014, contempla que la norma sobre productos de inversión (VermAnlG) se aplique también a los préstamos subordinados con participación en los beneficios, que es la modalidad predominante de crowdfunding financiero en Alemania, y que hasta ahora estaban fuera del alcance de esa ley. Pero al mismo tiempo, el borrador legislativo propone introducir una excepción para que estos préstamos, cuando cumplan ciertos requisitos, estén sometidos a una regulación más laxa, de forma que, por ejemplo, las ofertas no tengan la obligación de registrar un folleto oficial. Los requisitos que deben cumplir las plataformas para acogerse a esta excepción son:

- Emisiones máximas por proyecto de 1 millón de euros.
- Se negocien préstamos subordinados y/o con participación en beneficios.
- Inversiones máximas de 10.000€ por inversor.

No obstante, estas plataformas deberán disponer de la correspondiente licencia y, siempre que un inversor vaya a invertir más de 250€, estarán obligadas a emitir un folleto simplificado que deberá ser firmado manuscritamente por el inversor. Además, el borrador limita las posibilidades de publicidad de las ofertas de inversión.

España: regulación en proceso de desarrollo durante 2014

Durante 2014 se ha desarrollado una propuesta legislativa para las Plataformas de Financiación Participativa (PFP) o crowdfunding. La propuesta inicial de finales de febrero incluida en el Anteproyecto de Ley (APL) de Fomento de la Financiación a Pymes se ha desarrollado incluyendo la opinión de los agentes y en el mes de octubre se ha remitido el texto al Congreso de los Diputados. La propuesta es muy completa y, además de proteger al consumidor (con la definición de inversor no cualificado), apoya al desarrollo de una nueva forma de financiación no bancaria, tan importante en el entorno actual de recuperación económica.

Las PFP en España son aquellas que de manera electrónica ofrecen financiación con un rendimiento dinerario con actividad en el territorio nacional, incluyendo a aquellas que están en el extranjero pero que ofrecen productos para los residentes en España o cuyo objetivo es captar clientes en España. Los proyectos a financiar sólo podrán ser de tipo empresarial, formativo o de consumo.

Los instrumentos que estas plataformas pueden ofrecer son: obligaciones, acciones ordinarias, acciones privilegiadas, participaciones de sociedades de responsabilidad limitada y préstamos participativos. Todas las plataformas que quieran operar en territorio español deben estar inscritas en la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV), con la implicación del Banco de España, cuando la actividad consista en la intermediación de préstamos.

Se incluyen ciertos límites para el inversor, los proyectos y las plataformas. Así, el inversor no acreditado (los inversores acreditados no tienen límites) se debe comprometer a:

- Invertir un máximo de 3.000 euros en un mismo proyecto
- Invertir un máximo de 10.000 euros en el conjunto de PFP durante 12 meses

Por su parte, los proyectos tienen las siguientes limitaciones: sólo un proyecto por promotor en una misma plataforma y un máximo de dos millones de euros de financiación al año en cada una de las plataformas (en una ronda o sucesivas rondas).

Por último, las plataformas no pueden ejercer actividades reservadas a empresas de servicios de inversión ni entidades de crédito y tampoco pueden desarrollarse mecanismos de inversión automáticos.

Adicionalmente, las PFP tienen determinadas obligaciones de información, cumplimiento normativo, honorabilidad de sus socios o requisitos de capital social.

6.3. Latinoamérica

Los países de la región no han establecido una regulación específica para las plataformas de crowdfunding financiero, que han empezado a surgir —todavía de forma incipiente— acogiéndose a la normativa existente. En este sentido, las diferencias regulatorias entre los países están siendo determinantes a la hora de permitir o no el desarrollo de las plataformas de equity crowdfunding, que son las que suelen estar sometidas a más restricciones normativas.

En México, Brasil y Chile, el marco legislativo, aunque incierto en algunos casos, ha permitido el surgimiento de plataformas con este modelo de negocio, pero sometidas a ciertas limitaciones. En México, el equity crowdfunding está restringido a inversores calificados conforme a la Ley del Mercado de Valores, para lo cual deben haber mantenido un nivel mínimo de inversiones en el último año o haber tenido ingresos superiores a cierto nivel en los dos últimos años. En el caso de Chile, para sortear la regulación de las ofertas públicas, los inversores solo pueden participar en las plataformas previa invitación nominativa por parte de alguno de los emprendedores que solicita financiación. Por su parte, la normativa brasileña establece un límite anual (2,4 millones de reales) a la cantidad de capital que una empresa puede levantar mediante la emisión de participaciones sin someterse al registro y los requisitos convencionales.

En el extremo opuesto, la legislación peruana no permite el equity crowdfunding⁴. En general, las restricciones y la incertidumbre normativa están siendo un freno al desarrollo del crowdfunding financiero, y particularmente el de renta variable, en Latinoamérica.

7. El crowdfunding y la banca tradicional: apuntes a considerar

Varios siglos como proveedor de financiación han dotado a la banca tradicional de ciertas fortalezas. En primer lugar, la experiencia acumulada en la concesión de préstamos la ha hecho poseedora de un amplio know-how en la evaluación del riesgo crediticio. En segundo lugar, gracias a una relación comercial con sus clientes más allá de la concesión de préstamos, dispone de una información más completa sobre aquellos solicitantes de financiación que ya forman parte de su cartera de clientes. Posee además una larga historia en el desarrollo de canales de distribución, como las tradicionales oficinas físicas. Por último, en paralelo a su desarrollo y experiencia, ha surgido una regulación especializada que ha permitido un equilibrio entre los diferentes actores del mercado.

4: Véase el comunicado de la Superintendencia del Mercado de Valores de Perú: <http://www.smv.gob.pe/Uploads/AvisoCrowdfunding.pdf>

La irrupción del crowdfunding como mecanismo de intermediación financiera —de la mano de las necesidades del mercado, de la innovación y del espacio regulatorio— constituye un elemento disruptivo en un escenario donde la banca tradicional estaba acostumbrada a estar prácticamente sola. Las plataformas de crowdfunding han crecido de manera exponencial en algunas geografías, intermediando financiación a tipos de interés competitivos —acorde con el nivel de riesgo asociado— y, en muchos casos, ofreciendo una gestión del riesgo crediticio razonable dada la escasa información existente. El crowdfunding financiero ofrece nuevas ideas con respecto al negocio tradicional, poniendo de manifiesto ciertos aspectos que merecen una reflexión por parte de la banca y que pasamos a señalar a continuación.

- **Creación de nuevos productos más comprensibles destinados al inversor minorista**

Uno de los éxitos de las plataformas de crowdfunding radica en poner a disposición de inversores minoristas 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. La banca tradicional puede imitar la emisión de este tipo de productos a través de canales digitales ya existentes como la banca online o nuevas plataformas específicas. Esto disminuiría costes de intermediación y, además, permitiría entrar a la banca en el negocio del crowdfunding.

- **Nuevas herramientas de scoring**

Más allá de los métodos tradicionales de scoring basados en la información histórica del comportamiento crediticio del cliente, algunas plataformas, como la británica Zopa, y otras plataformas emisoras de crédito online, como Lenddo o Kredit24, buscan extraer información adicional del prestatario que complementa al perfil de riesgo habitual. Así, el análisis semántico de las respuestas a ciertas preguntas, la forma de interactuar con la plataforma, los tiempos de respuesta, etc., se convierten en nuevas variables que se unen a la información crediticia tradicional para configurar un nuevo modelo de scoring. Se trata de conocer al cliente en una relación digital en contraposición al conocimiento obtenido a través de la relación presencial en una oficina física.

La reputación digital del solicitante o del proyecto puede también incorporarse como variable en el cálculo del perfil de riesgo de cada solicitante. Para su medición se utilizan datos como el número de visitas a la Web del proyecto o al perfil en la propia plataforma, el número de “me gusta” recibidos u otras referencias positivas en perfiles públicos, el número y calidad de sus contactos en otras redes sociales, etc. A pesar de que los datos obtenidos de la Web pública pueden no tener suficiente calidad, lo cierto es que toda esta información digital se torna más útil cuando se aplica a sujetos de los que apenas se tiene conocimiento relacionado con su historial de crédito.

En ese sentido, la banca puede incorporar a su forma de evaluar el riesgo estas nuevas herramientas que permiten conocer al cliente y a su entorno cuando hay escasez de información financiera y complementar el conocimiento de los que ya son sus clientes. En cualquier caso, y sobre todo si se trata de personas físicas, es necesario tener en cuenta que son de aplicación medidas de protección de datos de carácter personal que garanticen los derechos de privacidad de los clientes.

- **Nuevas formas de acercarse a los clientes y darles servicio de manera más ágil**

Las plataformas de crowdfunding han demostrado aportar una mayor agilidad en la solicitud y concesión de financiación que los métodos tradicionales, además de constituir una vía de acercamiento a un mayor número de potenciales clientes con proyectos rentables y con necesidades aún no cubiertas.

Un uso más extensivo de las nuevas tecnologías puede ayudar al sector bancario a ser más ágil en la oferta de sus productos y servicios, así como a mejorar la experiencia del usuario a través de nuevos canales accesibles en cualquier momento y desde cualquier lugar. La presencia o desarrollo de plataformas digitales que supongan la creación de “perfiles” o redes de relación entre “peers” genera un efecto de atracción que puede suponer además una nueva vía de captación de clientes.

- **La banca y el esquema de negocio del crowdfunding**

Existen modelos de negocio en las plataformas de crowdlending en los que la figura del banco subsiste en el proceso de intermediación. Como explicamos previamente en el informe, este modelo es el adoptado por las plataformas estadounidenses Lending Club o Prosper. En estos casos la entidad bancaria concede un préstamo al consumo, que es vendido inmediatamente a la plataforma, de manera que el banco recupera la inversión más una comisión y no retiene ningún riesgo. Esta actividad se puede realizar siempre que la normativa permita la venta del préstamo.

Otra forma de colaboración entre bancos y plataformas de crowdfunding sería compartir clientes y promover su fidelización. Así, los bancos pueden enviar a las plataformas a aquellos clientes a los que por su perfil de riesgo no pueden conceder financiación —o con unas condiciones adecuadas para el cliente—, mientras que las plataformas pueden promocionar cuentas o servicios de gestión de tesorería de los bancos. La banca podría optar también por operar directamente una plataforma de crowdfunding (utilizando la misma marca u otra desligada de la entidad) para derivar a los clientes de mayor riesgo o las operaciones de pequeño valor, recogiendo así la parte que queda fuera del negocio tradicional.

Una derivada de la idea anterior sería la creación de plataformas para financiar proyectos locales o sociales, a través de las cuales la entidad financiera podría captar depósitos comprometiéndose a invertir en los proyectos publicados. También existiría la posibilidad de compartir riesgos con el crowd y cubrir un porcentaje de la financiación a través de inversiones colectivas. La marca se vería reforzada al relacionarse con proyectos de responsabilidad social corporativa, aunque habría que tener en cuenta mayores riesgos inherentes a este tipo de financiación.

En cualquier caso, sería necesario un diseño atractivo, similar al utilizado por las redes sociales, para atraer a un segmento de la población cada vez más acostumbrado a los medios digitales y mejorar la experiencia del usuario en su iteración con la institución financiera, ayudando así a su fidelización.

8. Conclusiones

El crowdfunding financiero puede desempeñar un papel fundamental como complemento a las fuentes tradicionales de financiación, sobre todo para empresas en sus primeras fases de desarrollo y para proyectos más arriesgados que encuentran difícil el acceso a la financiación de los bancos, que suelen presentar una mayor aversión al riesgo. Así, el crowdfunding financiero puede favorecer el nacimiento de iniciativas empresariales y la innovación, impulsando de esta forma el desarrollo económico. Por otra parte, en un contexto de escasez de crédito y crisis económica puede convertirse en un elemento fundamental para aliviar necesidades de financiación, contribuyendo a la recuperación económica, a la vez que ofrecer altas rentabilidades para el ahorro. No obstante, los riesgos de solvencia y liquidez son potencialmente altos para los inversores, en un mercado cuya mayor informalidad agrava los problemas de asimetría de información entre demandantes y oferentes de financiación.

En este sentido, es necesario un marco regulatorio equilibrado que permita el desarrollo de esta fuente complementaria de financiación y, al mismo tiempo, proteja a los inversores minoristas y evite posibles riesgos sistémicos. Además, en el caso de la Unión Europea, es conveniente una armonización legislativa

que evite el desarrollo de mercados fragmentados. Por último, más allá del papel de los reguladores, impulsar una mejor educación financiera de la población es fundamental.

Referencias

- Agrawal, Catalini y Goldfarb (2011). *The Geography of Crowdfunding*. NBER Working Paper N° 16820.
- Agrawal, Catalini y Goldfarb (2013). *Some simple economics of crowdfunding*. Josh Lerner y Scott Stern (eds.). Innovation Policy and The Economy. NBER Vol 14.
- Ahlers, Cumming, Gunther y Schweizer (2012). *Signaling in Equity Crowdfunding*. SSRN Working Paper.
- Aschenbeck-Florange y Nagel (2014). *Crowdfunding is growing up - Welcome to the World of Regulation*. Osborne Clarke. Disponible en: <http://www.osborneclarke.com/connected-insights/publications/crowdfunding-growing-welcome-world-regulation/>
- BBVA Research (2013). *Crowdfunding: A sustainable alternative to traditional banking?*. Economic Outlook.
- Becker (1974). *A theory of social interactions*. Journal of Political Economy, University of Chicago Press, vol. 82(6), pages 1063-93, Nov.-Dec.
- Cabral (2012). *Reputation on the internet*. The Oxford Handbook of the Digital Economy, ed. Martin Peitz and Joel Wladfogel 343-354. New York: Oxford University Press.
- Coase (1960). *The problem of social cost*. Journal of Law and Economics 3, 1-44.
- CSES (2012). *Evaluation of EU Member States' Business Angel Markets and Policies*. Centre for Strategy & Evaluation Services. Disponible en: http://ec.europa.eu/enterprise/dg/files/ba-rep_en.pdf
- Collins, Swart y Zhang (2013). *The rise of future finance: The UK Alternative Finance Benchmarking Report*. Nesta, Berkely y University of Cambridge. Disponible en: http://www.nesta.org.uk/sites/default/files/the_rise_of_future_finance.pdf
- EVCA (2012). *Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity*. European Private Equity and Venture Capital Association. Disponible en: http://www.evca.eu/media/12067/2012_Pan-European_PEVC_Activity.pdf
- EEUU. SEC (2013). *The Jumpstart Our Business Startups Act*. Disponible en: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf>
- FCA (2014). *The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media*. Policy Statement 14/4. Financial Conduct Authority. Disponible en: <http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-04.pdf>
- IMF (2014). *A Report by the Monetary and Capital Markets Department on Market Developments and Issues*. Global Financial Stability Report, October 2014. International Monetary Fund. Disponible en: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2014/02/index.htm>
- InfoDev (2013). *Crowdfunding's Potential for the Developing World*. World Bank. Disponible en: http://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf
- Italia. Consob (2013). *Regulation on the collection of risk capital on the part of innovative start-ups via online portals*. Disponible en: <http://www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/reg18592e.htm>
- Kirby y Worner (2014). *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*. IOSCO. Disponible en: <http://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>

Lewis (2011). *Asymmetric information, adverse selection and seller disclosure: the case of ebay Motors*. American Economic Review 102 (4): 1535-56

México. Congreso de la Unión (2014). *Ley del Mercado de Valores*. Disponible en: <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV.pdf>

Massolution (2013). *2013CF-The Crowdfunding Industry Report*. Disponible en: <http://www.crowdsourcing.org/editorial/2013cf-the-crowdfunding-industry-report/25107>

Massolution (2014). *Crowdfunding in Mexico: The Power of Digital Technologies to Transform Innovation, Entrepreneurship and Economic Inclusion*. Disponible en: <http://www.crowdsourcing.org/editorial/crowdfunding-in-mexico-the-power-of-digital-technologies-to-transform-innovation-entrepreneurship-and-economic-inclusion-report/31100>

Mishkin, Frederick (2012). *Economics of Money, Banking and Finance Markets*. Prentice Hall.

Mollick (2013). *The dynamics of crowdfunding: determinants of success and failure*. SSRN Working Paper.

Pazowski y Czudek (2013). *Economic prospects and conditions of crowdfunding. Human capital without border: knowledge and learning for quality life*. International conference. 25-27 Junio 2014. Portoroz, Slovenia.

España. Ministerio de Economía (2014). *Proyecto de Ley XX/2014 de fomento de la financiación empresarial*. Disponible en: http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/prensa/noticias/2014/proyecto_de_ley_de_fomento_de_la_financiacion_empresarial.pdf

Robinson y Finnemore (2014). *FCA publishes policy statement on crowdfunding regulation*. Nabarro, 27 de marzo. Disponible en: <http://www.nabarro.com/insight/briefings/2014/march/fca-publishes-policy-statement-on-crowdfunding-regulation/>

Rodríguez de las Heras Ballell (2013). *El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos*. Revista Pensar en Derecho. N°3, Año 2. pp.101-123 Universidad de Buenos Aires.

Schwienbacher y Larralde (2010). *Crowdfunding of small entrepreneurial ventures*. Handbook of Entrepreneurial Finance. Oxford University Press.

Waldfoegel y Chen (2006). *Does information undermine the brand? Information Intermediary Use and Preference of Branded Web Retailers*. Journal of Industrial Economics 54 (4): 425-49

Yamaguchi (2014). *Brazilian SEC not to limit equity crowdfunding*. Lexology, 25 de abril. Disponible en: <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=9c52516a-ea73-433b-8af3-3f44f5f087ea>

Zhang y Liu (2012). *Rational Herding in Microloan Markets*. Management Science 58 (5): 892-912.

Anexo A

Tabla A

Plataformas analizadas

País	Plataforma	Modelo de negocio
EEUU	Lending Club	Préstamos financiados con notas
	Prosper	Préstamos financiados con notas
	AgeList	Equity crowdfunding
	P2B Investor	Factoring
Reino Unido	Funding Circle	Préstamos participativos
	Zopa	Préstamos participativos
	RateSetter	Préstamos participativos
	LendInvest	Préstamos participativos
	MarketInvoice	Factoring
	Abundance Generation	Renta fija
	AngelsDen	Equity
Wellesley & Co	Préstamos participativos	
Varios países	Crowdcube	Equity
Chile, Brasil	Broota	Equity
México	Prestadero	Préstamos participativos
	Kubo Financiero	Préstamos participativos
	Vakita Capital	Equity
Argentina	Afluenta	Préstamos participativos
Chile	Cumplo	Préstamos participativos
	Becual	Préstamos participativos
	Merfac	Factoring
	Eollice	Renta fija
España	Lendico	Préstamos participativos
	Comunitae	Préstamos participativos
	Arboribus	Préstamos participativos
	LoanBook	Préstamos participativos
	The Crowd Angel	Equity
	Socios Inversores	Equity
	Zank	Préstamos participativos
	NoviCap	Factoring
Alemania	Seedmatch	Renta fija
	Companisto	Renta fija
Francia	Hellomerci	Préstamos participativos
	Anaxago	Equity

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.