

PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS

DEPARTAMENTO DE DERECHO ECONÓMICO



Pontificia Universidad
JAVERIANA
Colombia

CROWDFUNDING: RETOS Y LIMITACIONES PRÁCTICAS EN COLOMBIA

Tesis de grado para optar por el título de abogado

SANTIAGO ARIZA GÓNGORA
JUAN MARTÍN GARCÉS BALLÉN

SEGISMUNDO MÉNDEZ MÉNDEZ
DIRECTOR

Julio de 2019

Bogotá D.C.

Resumen

De cara a la nueva regulación sobre las plataformas de financiación colaborativa en Colombia (*crowdfunding*), mediante la expedición del Decreto 1357 de 2018, es importante realizar un análisis detallado de la norma para establecer su incidencia sobre la aplicación de esta figura en Colombia. Al contar con una regulación expresa en la materia, el análisis es complementado mediante una revisión de derecho comparado. Así, se busca hacer una evaluación integral de la norma y de su incorporación, con el fin de establecer las limitaciones prácticas de la financiación colaborativa en Colombia y formular sugerencias desde una perspectiva regulatoria.

Palabras clave: *Crowdfunding, financiación colaborativa, regulación, limitaciones.*

Abstract

In view of the new regulation on collaborative financing platforms in Colombia (crowdfunding), by means of the issuance of Decree 1357 of 2018, it is important to perform a detailed analysis of this Decree to establish its impact on the application of crowdfunding in Colombia. Additionally, by having an explicit regulation on the matter, the analysis is complemented by a comparative law review. In this way, an integral examination of the Decree and its implementation is made, to establish the practical limitations of collaborative financing in Colombia and make suggestions from a regulatory perspective.

Keywords: *Crowdfunding, collaborative financing, regulation, limitations.*

Tabla de Contenido

Introducción	5
Capítulo 1: Formas tradicionales de financiación	8
Mercado intermediado	8
Mercado de valores	15
Capítulo 2: La ola Fintech	22
Concepto y antecedentes	22
FinTech en Colombia	25
Capítulo 3: Fundamentos del crowdfunding	28
Cambios en los modelos empresariales	28
Innovación financiera	31
Crowdfunding como alternativa de financiación	33
Capítulo 4: Análisis de la regulación colombiana	41
Estudio del Proyecto de Decreto	41
Decreto 1357 de 2018	46
Capítulo 5: Análisis de derecho comparado	61
Estados Unidos	61
México	65
Reino Unido	70
Capítulo 6: Tensiones regulatorias	73
SARLAFT	73
Uso de red	74
Conclusiones	77
Referencias	81

Introducción

Durante la última década ha aumentado la velocidad a la que se introducen cambios que afectan los sectores legal, bancario y financiero. Una de las principales causas de este fenómeno es, sin lugar a duda, el veloz desarrollo tecnológico que permea diferentes aspectos de los sectores mencionados. Estos cambios necesariamente llevan a que los actores del sector financiero: consumidores, prestadores de servicios financieros, supervisores y reguladores, entre otros, tomen una posición de adaptabilidad y comprensión frente a un sector que cada día se vuelve más dinámico.

Es así como la aplicación de las nuevas tecnologías al sistema financiero se ha manifestado en la sistematización de las figuras existentes, y en algunos casos, en la creación de alternativas a modelos tradicionales de prestación de servicios financieros. El presente trabajo se centra en el caso específico del *crowdfunding* como modalidad de financiación, que, de acuerdo con la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia (Asobancaria), es introducida a partir de la aplicación de la tecnología en la oferta de servicios financieros (*Fintech*) (Asobancaria, 2017).

El *crowdfunding*, regulado en Colombia a través del Decreto 1357 de 2018 (el “Decreto 1357”) bajo el nombre de financiación colaborativa, corresponde a una alternativa de financiación introducida en el Decreto Único Reglamentario del Sector Financiero, Decreto 2555 de 2010 (el “Decreto 2555”) en su Parte 2, “entidades sujetas a inspección y vigilancia y sujetas a control”. Cabe resaltar que dentro de la Parte 2 del Decreto 2555 se creó un libro nuevo e independiente (Libro 41) para la regulación de la actividad de financiación colaborativa, dadas las particularidades de esta, que la diferencian de las

formas de financiación tradicionales que existen en los sectores intermediado y desintermediado.

Sin embargo, teniendo en cuenta la calificación de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia (“SFC”) a las plataformas que realicen la actividad de financiación colaborativa, estas deben cumplir con criterios específicos para su constitución y funcionamiento, dentro de los cuales se destacan la necesidad de conformarse como sociedades anónimas y actuar dentro de los límites del objeto social exclusivo.

Con base en los puntos expuestos, y teniendo en cuenta que, de acuerdo con los lineamientos de la Comisión Intersectorial para la Inclusión Financiera creada mediante el Decreto 2338 de 2015 y con los objetivos fijados en las bases del Plan Nacional de Desarrollo 2014-2018, uno de los criterios que está siendo aplicado por los reguladores financieros colombianos a la hora de expedir nuevas normas es la inclusión financiera por medio de la garantía y la ampliación del acceso a los diferentes sectores del país a servicios y productos financieros, el presente trabajo busca analizar las problemáticas prácticas que pueden surgir alrededor de la aplicación de la financiación colaborativa en Colombia. Para esto, se analizará el recientemente expedido Decreto 1357 desde una perspectiva regulatoria, es decir, se realizará un análisis sobre las disposiciones particulares de dicha norma, frente a la situación de hecho que busca regular, y así establecer las limitaciones de esta figura a partir de las normas que le son aplicables y los retos a los que se enfrenta esta actividad a corto plazo. Lo anterior con el fin de presentar un diagnóstico y formular una serie de sugerencias para que la regulación de la financiación colaborativa permita una

aplicación óptima, aprovechando todos los beneficios que esta figura puede generar en el sector financiero colombiano.

A efectos del desarrollo del problema planteado, inicialmente se van a exponer las formas tradicionales de financiación en Colombia y las alternativas a estas, posteriormente se estudiarán la ola Fintech, la historia y fundamentos del *crowdfunding* desde una perspectiva global y local, y se hará un análisis detallado de la regulación colombiana en materia de *crowdfunding*, para proceder a realizar un análisis de derecho comparado, junto a una revisión de las posibles tensiones regulatorias que se presentan entre algunas disposiciones del Decreto 1357 y otras normas preexistentes aplicables, y finalmente formular las conclusiones pertinentes.

Capítulo 1: Formas tradicionales de financiación

Mercado intermediado

El sistema financiero se compone de dos mercados a través de los cuales las personas naturales y jurídicas pueden acceder a recursos.

El primero de estos, y quizá el de mayor volumen de transacciones, es el mercado intermediado o mercado bancario. Este mercado se encuentra regulado, principalmente, por el Decreto 663 de 1993 - Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (“EOSF”), de donde se desprende la reglamentación del Decreto 2555 y otras normas.

El numeral 1° del artículo 2° del EOSF define los Establecimientos de Crédito como “las instituciones financieras cuya función principal consista en captar en moneda legal recursos del público en depósitos, a la vista o a término, para colocarlos nuevamente a través de préstamos, descuentos, anticipos u otras operaciones activas de crédito”.

A su vez, la misma norma clasifica los establecimientos de crédito en:

- i. Establecimientos bancarios;
- ii. Corporaciones financieras;
- iii. Compañías de financiamiento; y
- iv. Cooperativas financieras.

Cada uno de los anteriores tipos de Establecimientos de Crédito cuenta con una descripción y unas operaciones autorizadas específicas, división que responde, en palabras de la Superintendencia Financiera, a la siguiente consideración:

“teniendo en cuenta que a raíz de la reforma de 1990 se pasó de un sistema financiero especializado a otro de conglomerados mediante la modalidad de filiales; de ahí que su

estructura se encuentre conformada por los establecimientos de crédito, las sociedades de servicios financieros, las entidades aseguradoras y de capitalización y los intermediarios de seguros, que en cada caso encaminan los recursos que administran hacia segmentos especiales, de acuerdo con las normas que regulan su objeto social y sus operaciones.” (SFC, 2005).

De las entidades catalogadas como Establecimientos de Crédito, se estudiarán a continuación los Establecimientos Bancarios, las Corporaciones Financieras y las Compañías de Financiamiento.

Establecimientos bancarios.

Los Establecimientos Bancarios (“EB” o “bancos”) son “las instituciones financieras que tienen por función principal la captación de recursos en cuenta corriente bancaria, así como también la captación de otros depósitos a la vista o a término, con el objeto primordial de realizar operaciones activas de crédito” (EOSF, 1993, artículo 2°).

Entre las operaciones autorizadas a los bancos, enunciadas en el artículo 7° del EOSF, se destacan: i) Recibir depósitos en cuenta corriente, de ahorros o a término; ii) otorgar créditos, y iii) celebrar contratos de apertura de crédito.

Los bancos se han convertido en las instituciones financieras por excelencia para la canalización de recursos del sector financiero al sector real y a los hogares colombianos. Al respecto, según cifras con corte a noviembre de 2018, la cartera bruta de crédito de los bancos representaba el 97.5% de todo este rubro en el país, superando ampliamente a los demás establecimientos de crédito (SFC, 2018).

A pesar de ser las instituciones líderes en otorgar préstamos, como se dijo, es importante destacar que las estadísticas crediticias para la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) durante el primer semestre de 2018, muestran que sólo el 38% de pymes del sector industrial presentan solicitudes de crédito, mientras que en el sector comercial lo hacen el 37%, y en el de servicios, únicamente el 36% (Asociación Nacional de Instituciones Financieras [ANIF], Bancóldex, Banco de la República, Confecámaras & Fondo Nacional de Garantías, 2018).

En un documento de julio de 2018 sobre la regulación de la financiación colaborativa, la Unidad de Regulación Financiera (“URF”), señaló que “Por el lado de la oferta, se determinó que menos del 15% de la cartera comercial bancaria está destinada a las pymes y que esta línea de crédito está concentrada en un 84% en 6 de los 25 bancos del país” (2018, p.21).

Para diciembre de 2018, la cartera comercial de los bancos destinada a Pymes era 11.76%, con un valor de \$28.823.074.123.039. No obstante, hay que señalar que este es el segundo segmento individual más alto de la cartera comercial bancaria, únicamente superado por el sector Corporativo, con el 30.86% (y por el Leasing financiero total, el cual cuenta con cuatro componentes). Además, si al segmento Pymes se suma lo destinado a Microempresas, el valor total es de \$39.851.008.214.968 entre ambos, representando el 16.26% de la cartera comercial de bancos (según datos de la SFC, 2019). Se observa, entonces, que no es un porcentaje menor el que se destina a financiación de Pymes y Microempresas. Se toman en cuenta ambos segmentos en conjunto porque, en la práctica, serían las Pymes y las Microempresas las beneficiadas con el *crowdfunding* como

receptores de recursos, según lo reconoce el mismo Decreto 1357 en su primer considerando.

No obstante lo anterior, un estudio de 2017, año anterior a la regulación del *crowdfunding*, analizó la financiación de pequeñas y medianas empresas en Colombia, comparada con otros países de la región. Al respecto, afirma el estudio:

“Colombia, por su lado, con un resultado del 55% de nivel de apalancamiento de las empresas, es un país que está levemente abajo del promedio de la muestra. Se destaca que el valor máximo de apalancamiento financiero en Colombia es del 91%, que, comparándolo con los valores máximos de las muestras de los otros países, como Argentina y Brasil, es sorprendentemente bajo los cuales tienen un valor máximo de 300% de apalancamiento (...) Colombia tiene una diferencia estadísticamente significativa a los demás países de la región. Se encuentra que las empresas colombianas tienen un 12% menos de Deuda en su estructura de capital que lo que tienen otras empresas del mismo sector en países como Brasil, Argentina, Chile, Perú y México. Hoy, las empresas en Colombia operan con una estructura de capital donde el nivel de apalancamiento corresponde a un medio de 55%”. (Avilés Varela, 2017, pp. 18, 25, 26)

Es en este contexto donde la introducción del *crowdfunding* al ordenamiento jurídico colombiano adquiere gran relevancia, ya que, en palabras de la URF,

“Teniendo en cuenta que lo que se autoriza financiar son proyectos productivos de emprendimientos y pequeñas y medianas empresas, para la definición de este límite se tuvo en cuenta la situación particular de la financiación de estas empresas en Colombia,

con el fin de que la propuesta de *crowdfunding* complemente las fuentes de crédito tradicionales y permita fortalecer este importante sector en el país.” (2018, p.21).

Corporaciones financieras.

Otros establecimientos de crédito con gran relevancia en la financiación empresarial son las Corporaciones Financieras (“CF”), definidas como:

“instituciones que tienen por función principal la captación de recursos a término, a través de depósitos o de instrumentos de deuda a plazo, con el fin de realizar operaciones activas de crédito y efectuar inversiones, con el objeto primordial de fomentar o promover la creación, reorganización, fusión, transformación y expansión de empresas (...).” (EOSF, 1993, artículo 2).

Esta definición anuncia lo expuesto en el artículo 11 del mismo EOSF, que estableció como objetivo principal de las CF

“La movilización de recursos y la asignación de capital para promover la creación, reorganización, fusión, transformación y expansión de cualquier tipo de empresas, como también para participar en su capital, promover la participación de terceros, otorgarles financiación y ofrecerles servicios financieros especializados que contribuyan a su desarrollo.” (EOSF, 1993).

Lo anterior permite establecer una semejanza entre los objetivos de las CF y las formas de *crowdfunding* reglamentadas por el Decreto 1357, pues tanto la finalidad de las mencionadas instituciones financieras como de las sociedades de *crowdfunding* son el apoyo económico a la formación de empresas u otras formas de proyectos productivos. Con

la diferencia, por ejemplo, de que las CF pueden invertir en empresas mediante la suscripción y adquisición de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones (EOSF, artículo 12, literal b) mientras que las sociedades de *crowdfunding* ven su campo de acción reducido a poner en contacto a los receptores y los aportantes de recursos.

También hay que tener en cuenta que las CF operan más como entidades de asesoría que como fuentes de crédito propiamente, y aunque entre sus servicios se encuentra la estructuración de financiación, esta opción implica una alta inversión importante de las empresas que deciden recurrir a ella, cuando justamente lo que se busca en estos casos es encontrar una fuente de financiación menos gravosa que las existentes.

Las CF son, en la práctica, el equivalente a las reconocidas bancas de inversión, instituciones que, según Calderón

“actúa como asesora de empresas en programas de reestructuración financiera; en procesos de fusión, adquisición o venta de empresas; en el impulso a las inversiones en capital de aventura [venture capital]; en transacciones financieras como los intercambios de deuda por capital (...)” (como se citó en SFC, 2005)

Entonces, las CF cumplen una función diferente en el mercado financiero con relación a las sociedades de *crowdfunding*, aunque su rol de instituciones captadoras de recursos es motivo suficiente para mencionarlas como financiadoras de empresas. Lo anterior implica que las sociedades de *crowdfunding* se presentan como alternativa financiera, no sólo de los bancos, sino también de las CF.

Basados en la afirmación de la URF, entendemos que el *crowdfunding* es presentado como una nueva alternativa de financiamiento dentro del sistema financiero, con la cual se

complementa y amplía la oferta existente de recursos a nuevos emprendimientos dentro del mercado financiero, incluyendo la oferta de los establecimientos de crédito y, con esto, se busca una mayor cobertura e inclusión financiera.

Compañías de Financiamiento.

Finalmente, los últimos establecimientos de crédito pertinentes para este estudio son las

Compañías de Financiamiento (“C. de F.”).

La regulación de las C. de F. tiene importantes similitudes con la que aplica a los bancos, ya que pueden, por ejemplo, otorgar préstamos y captar ahorro mediante depósitos a término, según lo autorizado por el artículo 24 del EOSF. Sin embargo, una diferencia entre estos dos Establecimientos de Crédito es que sólo los bancos pueden captar recursos mediante la apertura de cuentas corrientes.

Otra divergencia que se había planteado entre los bancos y las C. de F. eran las operaciones de arrendamiento financiero o *leasing*, mediante el cual el establecimiento de crédito entrega un bien al arrendatario, quien, a cambio, paga un canon de arrendamiento, con el cual amortiza el precio del bien, con lo cual, al final del contrato, adquiere la propiedad de dicho bien. Estas operaciones, según el Título 1° del Libro 2° de la Parte 2 del Decreto 2555, es una operación autorizada para las Compañías de Financiamiento. Sin embargo, hoy en virtud de lo dispuesto por el artículo 26 de la Ley 1328 de 2009 pueden prestar el servicio de *leasing* tanto las C. de F. como los bancos, quedando eliminada esta diferencia.

En la práctica actual, las diferencias entre los bancos y las C. de F. son mínimas en cuanto a las operaciones activas y pasivas en moneda legal que les están autorizadas a realizar, pues ambos establecimientos de crédito actúan como agentes autorizados para captar dinero del público y otorgar crédito con esos recursos de terceros y con recursos propios. Por esta razón, y teniendo en cuenta las diferencias señaladas sobre cuenta corriente y *leasing*, las C. de F. son agentes de financiación relevantes en el mercado colombiano. Lo que implica que el *crowdfunding* también se contempla como una alternativa a los servicios que prestan estos Establecimientos de Crédito.

Mercado de valores

El mercado de valores es el segundo componente del sistema financiero, en el cual se “realiza la transferencia de los recursos de un sector a otro de forma directa” (Ministerio de Hacienda, Banco Mundial, Fedesarrollo, 1996, p.1).

En este mercado interactúan tres agentes: los emisores, inversionistas e intermediarios (Fradique-Méndez, 2008, pp.22-23).

En primer lugar, el artículo 5.2.1.1.2 del Decreto 2555 señala que son emisores son las personas jurídicas, fideicomisos y/o fondos de inversión colectiva (los cuales son administrados por personas jurídicas), entre otros, que emiten los valores –como acciones y bonos– que son posteriormente adquiridos por inversionistas. Entre estas personas jurídicas, se encuentran las sociedades anónimas, sociedades de responsabilidad limitada, organismos multilaterales de crédito y otros. Los inversionistas, por otra parte, son las personas naturales o jurídicas que adquieren los valores emitidos. Estos inversionistas se dividen en dos tipos:

- a. Inversionista profesional: según el artículo 7.2.1.1.2 del Decreto 2555, son aquellos clientes que tienen experiencia en el mercado de valores y están en capacidad de comprender y analizar los riesgos de las transacciones que realizan (denominado factor subjetivo), y cuentan con un patrimonio igual o superior a 10.000 salarios mínimos mensuales legales vigentes (“SMMLV”) (factor objetivo). Además, deben contar con uno de estos dos requisitos: i) tener un portafolio de inversión en valores igual o superior a 5.000 SMMLV, o ii) haber realizado operaciones de enajenación o adquisición de valores por un valor igual o superior a 35.000 SMMLV por un periodo de 60 días, dentro de los dos años siguientes a la clasificación de su calidad de inversionista. También son inversionistas profesionales las entidades vigiladas por la SFC, los organismos financieros extranjeros o multilaterales y las personas que tengan certificación vigente como operadores del mercado de valores.
- b. Cliente inversionista: son los que no tienen la calidad de inversionistas profesionales, como lo señala el artículo 7.2.1.1.4 del Decreto 2555.

Finalmente, los intermediarios son las personas que llevan a cabo la actividad de intermediación, la cual consiste en una serie de operaciones que facilitan el acercamiento entre los demandantes y los oferentes (esto es, emisores e inversionistas) en el mercado de valores (Fradique-Méndez, p.91). Estos intermediarios pueden ser: sociedades comisionistas de bolsa, sociedades comisionistas independientes, establecimientos de crédito, sociedades administradoras de fondos de inversión colectiva (FICs) y sociedades comisionistas de bolsa de productos agropecuarios, agroindustriales y otros *commodities*.

En cuanto al término “valor”, el texto del artículo 2º de la Ley 964 del 2005 (la “Ley 964”) determina tres características esenciales que identifican un valor:

- i. Que tenga una naturaleza negociable,
- ii. Que sea parte de una emisión, es decir, que sea emitido en masa, y
- iii. Que tenga como objeto o efecto captar recursos del público, por tratarse de un instrumento de inversión.

Los valores que son negociados en el mercado de valores pueden ser de tres tipos (según el derecho que incorporan): i) de deuda, que confieren a su titular un derecho de crédito; ii) de capital, por el cual su titular adquiere una participación como accionista de la sociedad emisora, y iii) representativos de mercancías, que otorgan un derecho de propiedad o implican un gravamen sobre un bien. Los dos tipos de valores más importantes, por ser los más negociados, son los de deuda y los de capital, representados en bonos y en acciones, respectivamente.

Los bonos más comunes, los ordinarios, son valores que representan una parte alícuota de una deuda, por los cuales el emisor se obliga a pagar a los inversionistas, pasado el plazo establecido en la emisión, la suma que represente cada bono más intereses. También existen otras formas de bonos, como los bonos convertibles en acciones, que, en lugar de ser pagados en capital, se ven retribuidos con acciones del emisor, o los bonos sindicados, que son emitidos por varios emisores, entre otros.

Una de las características de estos valores frente a los emisores, es que en la emisión de bonos ordinarios no se modifica la participación accionaria de la sociedad emisora. También las sociedades de responsabilidad limitada pueden recurrir a este mecanismo de endeudamiento mediante bonos, ya que, por su tipo societario, no están autorizadas para emitir acciones.

Por su parte, las acciones son valores que otorgan a su titular una participación en el capital del emisor, con lo cual el inversionista adquiere la calidad de accionista, lo que origina derechos económicos y políticos a su favor sobre la sociedad emisora.

Son clases de acciones: las acciones ordinarias, que le dan al accionista derechos políticos como el voto en las decisiones de la asamblea general de accionistas, así como también derechos económicos, tales como recibir utilidades del ejercicio de la sociedad o reembolso de su participación en caso de liquidación de la sociedad, todo lo anterior en un porcentaje proporcional a la cantidad de acciones de que sea titular; las acciones preferenciales sin derecho a voto, que implican para su titular una prioridad en el ejercicio de los derechos económicos (utilidades y reembolso de participación en caso de liquidación), pero sin derecho a votar en las decisiones de la asamblea general de accionistas, salvo contadas excepciones legales; y, finalmente, las acciones privilegiadas, que confieren al accionista los mismos derechos políticos que las acciones ordinarias, pero con las prerrogativas de los derechos económicos que contienen las acciones preferenciales sin derecho a voto (Fradique-Méndez, 2008).

El mercado de valores es, entonces, un escenario de financiación al que recurren las empresas para obtener recursos mediante la emisión de valores de participación o de deuda, principalmente, además de los títulos de tradición o representativos de mercancías. A este escenario recurren empresas (emisores) que buscan obtener recursos directamente de los inversionistas, ahorrando costos de transacción con los intermediarios financieros (del mercado bancario), colocando valores como acciones y bonos, según lo visto, además de otros valores.

Una de las características más importantes del mercado de valores es la negociabilidad de los valores. Esto se ve reflejado en la clasificación del mercado primario y el mercado secundario: en el primero se presentan únicamente las emisiones de los títulos, lo que significa que en el mercado primario se realiza la primera enajenación de valores. En el mercado secundario, a su vez, se celebran operaciones sobre valores ya emitidos y adquiridos en el mercado primario; a este mercado recurren los inversionistas que quieren vender un valor para obtener liquidez o invertir en los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (“RNVE”).

Cuando se habla de una emisión primaria de valores, se entiende que es aquella creación de valores por primera vez, por parte de una sociedad, en la cual los valores son ofrecidos a los inversionistas por primera vez. Una vez estos son colocados y adquiridos, la totalidad de los recursos captados ingresan al patrimonio de la sociedad emisora.

Por otro lado, en el escenario de la negociación secundaria, se negocian valores que fueron emitidos previamente mediante una emisión primaria, de modo que las relaciones son entre inversionistas que buscan liquidez e inversionistas interesados en adquirir dichos valores. Como resultado de esto, los recursos, al entrar a los inversionistas que venden los valores, no llegan a otorgar financiación a las empresas que realizaron la emisión primaria.

La Ley 964 establece expresamente, en el literal a) de su artículo 3º, que la emisión y la oferta de valores son actividades del mercado de valores. Así, se entiende que este mercado es el escenario en el cual aparece el *crowdfunding*, ya que su actividad se dirige a facilitar el contacto entre emisores de valores interesados en adquirir financiación por fuera del mercado intermediado, con inversionistas interesados en sus proyectos. Por lo pronto,

corresponde enfatizar en la actividad de intermediación, esencial dentro de la actividad bursátil y que será contrastada con el servicio ofrecido en el *crowdfunding*.

El artículo 7.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 define la intermediación como “la realización de operaciones que tengan por finalidad o efecto el acercamiento de demandantes y oferentes en los sistemas de negociación de valores o en el mercado mostrador, sea por cuenta propia o ajena”, con el fin de llevar a cabo alguna de las siguientes acciones:

- Adquirir o enajenar valores inscritos en el RNVE en el mercado primario o en el mercado secundario;
- Adquirir o enajenar valores extranjeros listados en Colombia, así como adquirir o enajenar valores listados en el extranjero;
- Realizar operaciones con derivados clasificados como valores, y
- Adquirir o enajenar valores cuya oferta pública en el exterior haya sido reconocida por la SFC.

El artículo 7.1.1.1.2 enumera las operaciones que hacen parte de la actividad de intermediación, como la comisión o el corretaje, entre otras. Estas operaciones son mencionadas porque sólo pueden ser realizadas por los intermediarios, que son las Sociedades Comisionistas de Bolsa, las Sociedades Comisionistas de Bolsa de Productos Agropecuarios, Agroindustriales y otros *Commodities*, y las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión Colectiva, además de otros comisionistas independientes y otras entidades.

De igual modo, se establecieron unos deberes generales y especiales para los intermediarios de valores, enunciados en los artículos 7.3.1.1.1 y 7.3.1.1.2 del Decreto 2555, respectivamente.

Ahora, es importante hacer referencia a las características de la intermediación y sus implicaciones, ya que esta actividad acarrea tanto permisos de realizar operaciones puntuales como deberes y prohibiciones. Y por esto mismo es importante distinguir el concepto de intermediación con los servicios ofrecidos por una sociedad de *crowdfunding*, teniendo en cuenta que el artículo 2.41.5.3.3 del Decreto 2555, incorporado por el Decreto 1357, es contundente al señalar que “La colocación, adquisición o enajenación de valores de financiación colaborativa no constituyen operaciones de intermediación en el mercado de valores”. Se concluye, entonces, que la emisión y oferta de valores son actividades del mercado de valores, mas no una operación de intermediación de valores.

Capítulo 2: La ola Fintech

Concepto y antecedentes

La palabra “FinTech” es un anglicismo derivado del término *Financial Technologies*, cuya noción es:

“El sector FinTech es el conjunto de empresas no financieras que usan la tecnología digital y herramientas asociadas –computación en la nube, *blockchain*, *big data*, inteligencia artificial, redes sociales, etc.– para prestar servicios financieros a consumidores y empresas de una forma innovadora y bajo nuevos modelos de negocio.”
(Rojas, 2016, p.11)

Este sector se ha expandido rápidamente en los últimos años, hecho que se debe, por supuesto, a la evolución también vertiginosa del internet y el consecuente acceso cada vez mayor a este medio. Lo anterior ha permitido el desarrollo de iniciativas digitales por parte de cualquier persona con acceso a la red y una idea productiva relacionada con servicios financieros.

Precisamente por tratarse de un sector basado en la conexión digital, las FinTech ofrecen una dinámica significativamente más ágil y eficiente que los servicios prestados por los bancos, los cuales cuentan con tiempos y costos de transacción mayores al momento de la prestación tradicional de servicios de intermediación financiera (Dapp, Slomka, AG, D. B., & Hoffmann, 2014).

Para Walport (2015), esos costos y tiempos elevados tienen como consecuencia que las instituciones bancarias concentren sus esfuerzos en pocos consumidores de alto valor, dejando de lado un número elevado de consumidores de bajo valor. Sin embargo, el

impacto de las FinTech ha ido más lejos que ese segmento de consumidores de bajo valor: con sus soluciones, han logrado reducir los mencionados costos y tiempos de transacción, tanto para el extremo de la demanda de recursos como para el de la oferta, como señalan Dapp et al. (2014).

Conviene enfatizar que los servicios ofrecidos por las FinTech han simplificado el acceso a los productos y servicios financieros, lo que trae como consecuencia la democratización de acceso a esos productos y servicios. Además, facilita las gestiones de obtención de productos, así como la atención al cliente, entre otros. Estas ventajas sin precedentes han abierto la oportunidad para que las FinTech se tomen diferentes segmentos del mercado enfocándose en las necesidades de los usuarios, moldeando su negocio alrededor de esas necesidades, en lugar de imponer una forma de prestar el servicio a los usuarios, como sucede con la banca tradicional; de ahí su potencial disruptivo e innovador (Capgemini, LinkedIn & Efma, 2018).

En este escenario, Guo & Liang (2016) advierten que los intermediarios financieros tradicionales deben aprovechar sus recursos y su tamaño para liderar la aplicación de tecnología *blockchain* en el mercado financiero, consideración que aplica en igual medida a todo el sector FinTech (no sólo al *blockchain*). Esto generará una mayor competencia entre las FinTech no bancarias y las bancarias, lo que dará lugar a un aumento en la oferta de FinTech y redundará, en definitiva, en una mayor accesibilidad a productos y servicios financieros por parte de los consumidores.

El desarrollo de las FinTech se remonta a la década de 1990. Un ejemplo ilustre de ello es la empresa PayPal, plataforma de pagos en línea creada en 1998 con el nombre

Confinity, que en sus inicios funcionaba con pagos entre los dispositivos conocidos como “asistentes digitales personales”. De forma rápida, fue expandiendo su alcance hasta crecer lo suficiente como para competir con el servicio de pagos de eBay, convirtiéndose, finalmente, en el gigante que es hoy (Forrest, 2014). Con el tiempo, el servicio que presta PayPal, conocido como “cartera digital”, mediante el cual los consumidores pueden elegir cualquier método de pago para una transacción en línea, se convirtió en tan sólo un ejemplo de la amplia variedad de servicios que ofrecen las FinTech.

A esos primeros pasos del sector FinTech se contraponen el enorme interés que ha adquirido hoy a nivel global. En ese sentido, la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia (2018) resaltó el crecimiento de la inversión en este sector en el mundo, subrayando que, sólo durante el primer semestre de 2018, se habían invertido USD \$58.000 millones en empresas FinTech.

En medio de este exitoso crecimiento de las FinTech, se destaca un servicio particular que ha ganado importancia en este sector:

“La mayoría de estas entidades Fintech ha adoptado modelos de alta especialización en productos servicios particulares, empleando avanzados algoritmos de Big-Data para atomizar la industria de la multibanca global (el consabido “un-bundling”). Dicho en otras palabras, en la revolución Fintech están confluyendo elementos clave de desintermediación-descentralización del llamado *crowd* (vía dichas *startups*) vs. el core de la banca tradicional”. (Clavijo, Vera, Beltrán, Londoño y Vera, 2018)

Lo anterior pone de presente la relevancia de la aparición de servicios como el *crowdfunding*, que aparece como un método distinto para obtener financiación mediante

inversión, visto desde los dos extremos, eliminando barreras de acceso existentes en los mercados intermediado y de valores. Esta característica le da al *crowdfunding* una función de descentralización de riesgos de las inversiones en proyectos emprendedores, ya que son asumidos por un número plural de inversionistas, así como facilita la conexión con inversionistas diferentes a los tradicionales.

A continuación, se hará un repaso por el ecosistema de las FinTech en Colombia, para revisar en qué segmentos ha tenido más éxito, y se contextualizará la introducción del *crowdfunding* como alternativa de financiación en el país.

FinTech en Colombia

La Asobancaria (2016) destacó las siguientes características positivas que han aportado las FinTech a la industria financiera:

“La disminución en costos de procesamiento, almacenamiento y operación y las nuevas formas de determinar la identidad o la capacidad de crédito de los clientes son características claves que han permitido a las Fintech diseñar productos más asequibles para hogares y empresas de bajos ingresos que de no ser por estas innovaciones no tendrían acceso a los productos y servicios financieros.” (p.4).

Con lo anterior, queda claro que uno de los enfoques fundamentales de las FinTech en países como Colombia es la inclusión financiera, que facilite la llegada de productos y servicios financieros a sectores de la población que no han tenido acceso a los mismos por los medios tradicionales, o que han tenido dicho acceso de forma muy limitada. Es decir, las FinTech deben buscar no sólo una mejor prestación de servicios, sino ampliar el espectro de clientes de dichos servicios.

En este orden de ideas, el crecimiento en Colombia de las FinTech se ve reflejado en un informe de Finnovista (2018), en el cual se detectaron 124 *startups* de esta naturaleza, aumentando en un 61% respecto a un informe semejante presentado por la misma organización en 2016. Esto ha posicionado a Colombia como el tercer país con mejor ecosistema FinTech en Latinoamérica, superada sólo por México y Brasil (Finnovista, 2018).

En el citado informe, Finnovista expone los cuatro segmentos en los que más se desenvuelven las FinTech colombianas, de la siguiente forma:

- Pagos y remesas: 37 *startups* (30%);
- Préstamos: 22 *startups* (18%);
- Finanzas empresariales: 18 *startups* (14%), y
- *Crowdfunding*: 11 *startups* (9%).

Las demás *startups* FinTech se dividen en segmentos conocidos como emergentes, que abarcan sectores como Finanzas personales (8 *startups*, 6%); Seguros, Scoring, ID y Empresas de Tecnología para Instituciones Financieras (7 *startups*, 6% cada una); Trading y Mercados (4 *startups*, 3%) y Gestión patrimonial (3 *startups*, 2%).

Dentro del prometedor crecimiento de las FinTech, se puede apreciar que el *crowdfunding* ha ganado terreno como un segmento de gran interés y futuro. Esto encuentra soporte en el hecho de que este segmento creció 83% durante el año pasado respecto a 2017 (Finnovista, 2018).

En este contexto, el 31 de julio de 2018 el Ministerio de Hacienda y Crédito Público expidió el Decreto 1357, norma que contiene toda la reglamentación del *crowdfunding* en el

país, como opción FinTech enfocada en la transferencia de recursos a sectores que los necesitan para iniciar una empresa.

Capítulo 3: Fundamentos del crowdfunding

Cambios en los modelos empresariales

Un sector que experimentó múltiples cambios en los últimos años fue el sector empresarial. Teniendo en cuenta los cambios sociales, el sector empresarial, que venía aplicando un modelo casi estático en cuanto a su funcionamiento también tuvo que adaptarse a las nuevas necesidades que se empezaron a presentar. De acuerdo con Michael E. Porter y Mark E. Kramer en su texto *La creación de valor compartido*, las empresas cayeron en un círculo vicioso en el que la pérdida de legitimidad, y la falta de confianza consecuencia de esta, las llevó a estancarse económicamente por múltiples factores. Dentro de las principales causas a las que se les atribuyó esta pérdida de eficiencia fue el modelo anticuado que seguían las compañías, el cual llevaba a la generación de externalidades negativas. Este tipo de externalidades, de acuerdo con los autores citados, es controlable por medio del cambio en los modelos empresariales tradicionales:

“La solución está en el principio del valor compartido, que involucra crear valor económico de una manera que también cree valor para la sociedad al abordar sus necesidades y desafíos. Las empresas deben reconectar su éxito de negocios con el progreso social.” (Porter & Kramer, 2011, p.3).

De este modo, en la medida en que se empezaron a redefinir los mercados, las empresas tuvieron que adaptarse y esto no solo llevó a que se restructuraran las compañías internamente, sino a la proliferación de otros modelos empresariales que empezaron a tomar un papel protagónico.

Teniendo en cuenta lo anterior, se puede ver cómo las circunstancias expuestas sirven de ejemplo de factores que influyeron en la reestructuración de los modelos empresariales, que a su vez llevó a que tomaran más fuerza aquellas empresas que no obedecían a las estructuras tradicionales desde los puntos de vista económico y organizacional, entre estas, las *startups* o emprendimientos. El fenómeno del emprendimiento es destacado por Perihan ER de la siguiente manera:

“El emprendimiento es un factor que cumple uno de los roles más importantes en el desarrollo económico del mundo globalizado hoy en día. El emprendimiento es un motor del crecimiento económico y una fuente de innovación y creatividad” (ER, 2013, p.1) (traducción propia).

Este auge en los emprendimientos que se mantiene en la actualidad se puede ver representado en las cifras expuestas por la Fundación Kauffman entre 1996 y 2016, se presentaron los siguientes resultados frente a el índice de actividad de emprendimientos en Estados Unidos:

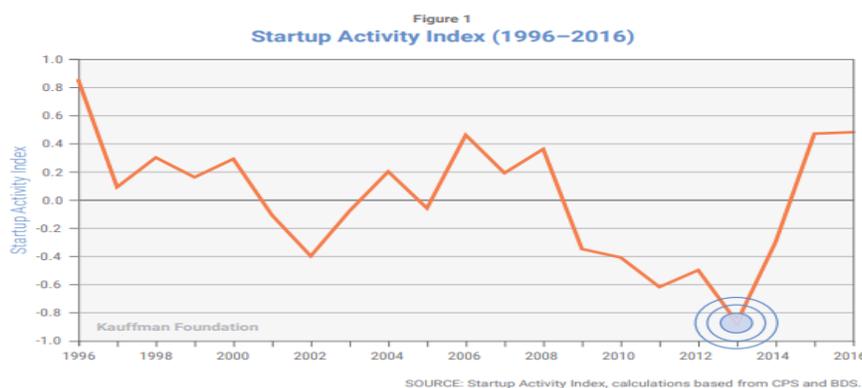


Figura 1. Índice de actividad de emprendimientos en Estados Unidos entre 1996 y 2016. (Kauffman Foundation, 2017, p.3).

Los resultados expuestos demuestran una tendencia positiva en cuanto al desarrollo de emprendimientos durante el periodo de 20 años, a excepción del periodo comprendido entre 2008 y 2013, que es explicado en el informe como consecuencia de la crisis financiera. Sin embargo, a pesar de la caída observada en el 2013, la tendencia desde ese momento ha sido positiva.

Otro informe relevante es el denominado *Entrepreneurship at a Glance: 2018 Highlights* presentado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), en el que se presentaron las cifras sobre la creación de nuevos emprendimientos en algunos países.

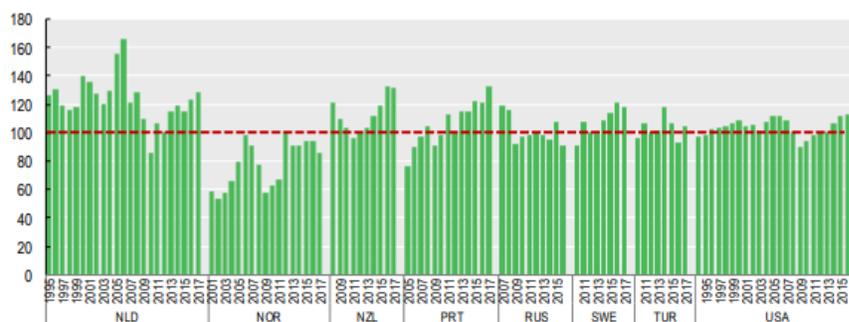


Figura 2. Datos sobre la creación de nuevos emprendimientos (Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico, 2018, p.4).

Con base en esta gráfica, las cifras de creación de emprendimientos en Estados Unidos muestran una tendencia similar a las correspondientes al informe de la Fundación Kauffman, ya que en efecto se ve una disminución entre los años 2007 y 2013, y una tendencia en aumento a partir del 2013 hasta el 2017.

Con todo lo expuesto, actualmente existe una tendencia hacia la creación de empresas por medio de emprendimientos, los cuales necesariamente conllevan un elemento de innovación y han empezado a implementar diferentes estructuras empresariales. Lo anterior, teniendo en cuenta que

“emprendedor y empresario no son lo mismo, (...) el emprendedor es quien utiliza el ingenio, la audacia, el entusiasmo, la ilusión y la insatisfacción laboral para realizar un cambio a través de la innovación de las ideas, los productos o los procesos, (...). Por otra parte, el empresario es quien invierte en la empresa capital propio o ajeno y la dirige con la finalidad de obtener un rendimiento” (Castro, García y Adame, 2015, p.106).

De este modo, se entiende que mediante la creación de empresas, los empresarios buscan explotar una determinada industria y obtener rendimientos; mientras que los emprendedores tienen un móvil distinto al espíritu empresarial tradicional, que se caracteriza, entre otros aspectos, por la innovación. Este fenómeno ha implicado que otros sectores también se vean en la necesidad de innovar para poder ofrecer soluciones a los nuevos empresarios, tal es el caso del sector financiero que ha sido objeto directo de ese proceso de innovación.

Innovación financiera

De acuerdo con el discurso de Masaaki Shirakawa, Gobernador del Banco de Japón, en la conferencia organizada por el Banco Central de los Países Bajos (De Nederlandsche Bank), denominada Efectos Benéficos de la Innovación Financiera (*Welfare Effects of Financial Innovation*).

“Innovación significa cambiar el modo como se dirigen los negocios con el fin de prestar un mejor servicio a los clientes. Es un proceso de adaptación constante, y los cambios pueden ser progresivos o discontinuos. El sistema financiero no es la excepción. (...) La innovación es clave para incrementar la productividad, sin esta las economías sólo pueden crecer de forma conjunta con el crecimiento de los factores de producción” (Shirakawa, 2011, pp.1-2) (traducción propia).

Teniendo en cuenta estos aspectos del concepto de innovación, cabe resaltar que el proceso de innovación financiera no es un fenómeno reciente, sino un fenómeno continuo que ha estado presente desde hace muchos años. Tomando como concepto de innovación financiera “el acto de crear y promocionar nuevos instrumentos financieros, al igual que nuevas tecnologías financieras, instituciones y mercados” (Tufano, 2002, p.4) (traducción propia), es claro que el sector financiero ha innovado constantemente mediante cambios que en su momento fueron revolucionarios y hoy en día se han normalizado.

“Los Países Bajos fue uno de los principales centros de innovación financiera que conocemos. Por ejemplo, Ámsterdam fue la ubicación de la primera bolsa de valores del mundo, establecida en 1602. La Provincia Holandesa fue la primera en hacer una emisión de deuda soberana bajo la concepción moderna, garantizada por ingresos fiscales estatales.” (Shirakawa, 2011, p.2) (traducción propia).

Entonces, bajo esta concepción se pueden tomar como casos de innovación financiera la implementación de cajeros automáticos o la estructuración de derivados, hasta fenómenos más recientes como la aplicación de inteligencia artificial o tecnología *blockchain*.

Ahora bien, frente a las causas de la innovación es relevante la opinión de Peter Tufano, “la innovación financiera es la respuesta a las imperfecciones que se presentan y evitan que las personas que participan en la economía obtengan de forma eficiente las funciones que requieren del sistema financiero”, entendiendo estas imperfecciones como “impuestos, regulación, asimetrías de la información, costos de transacción y riesgo moral” (Tufano, 2002, p.9) (traducción propia).

Así, en relación con el auge de emprendimientos, pequeñas y medianas empresas que necesitan acceder a financiación para poder surgir y desarrollar su objeto a partir de una idea, aumentó la demanda de formas de financiación que fueran más accesibles y que redujeran los costos de transacción e intermediación, por lo que surgieron plataformas alternativas en aras de garantizar estas necesidades del sector empresarial. Esto, teniendo en cuenta que el acceso de forma tradicional a escenarios como el mercado de valores implica una serie de costos y trámites. Mientras que, por ejemplo, la aplicación de la tecnología permite el acceso a una plataforma digital *crowdfunding* que logra simplificar procesos y por lo tanto reducir costos, lo que lo hace más accesible para pequeños empresarios o emprendedores que necesitan optimizar los recursos con los que cuentan.

Crowdfunding como alternativa de financiación

Con base en lo expuesto anteriormente, el *crowdfunding* puede ser entendido como un desarrollo de estos procesos de innovación financiera en la medida que en efecto se constituyó como un instrumento financiero novedoso que, entre otros objetivos, buscaba resolver problemas en la economía que limitaban el acceso a la financiación por parte de ciertos actores, por ejemplo, por los costos de transacción y por los riesgos que representan

las iniciativas innovadoras de los mismos, a las que el sector financiero tradicional no es proclive a financiar, precisamente, por el riesgo que implican.

Uno de los elementos que caracteriza la financiación en emprendimientos y pequeñas o medianas empresas es el riesgo al que se ven expuestos los financiadores, ya que van a estar entregando recursos a un proyecto prospectivo que se encuentra en sus primeras etapas. “Las primeras etapas de desarrollo son un trabajo difícil para los nuevos emprendedores debido al alto riesgo para los inversionistas. Tradicionalmente los bancos empiezan a financiar en etapas posteriores de desarrollo.” (Kreituss, 2017, p.471) (traducción propia).

Como se mencionó en el Capítulo 1, los mecanismos tradicionales de financiación para compañías se presentan en el mercado intermediado o desintermediado a través de créditos bancarios o por la participación en el mercado de valores, principalmente mediante emisiones de deuda o capital. Teniendo en cuenta las características de cada uno de estos mecanismos y los requisitos exigidos para acceder a ellos, es difícil que un pequeño emprendimiento reúna las calidades para financiarse por estos medios.

En una publicación de los libros de la serie de Estudios Euroasiáticos en Negocios y Economía (*Eurasian Studies in Business and Economics*) se representan gráficamente los resultados de un estudio sobre las razones por las que los bancos comerciales no prestan servicios de financiación a los emprendimientos en sus primeras etapas.

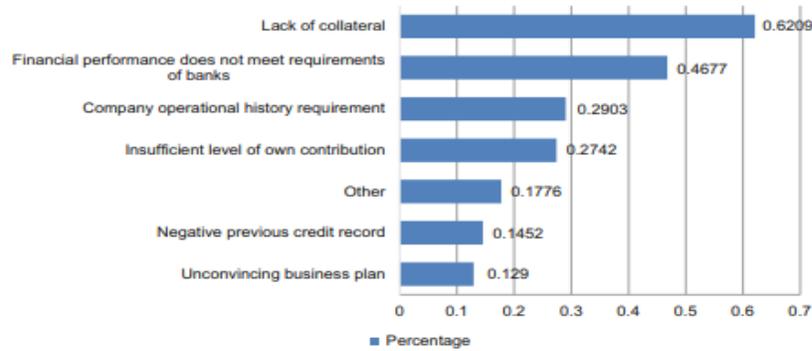


Figura 3. Estudio sobre las principales razones por las que los bancos comerciales argumentan no prestar financiación a los emprendimientos en sus primeras etapas. (Kreituss, 2017, p.477).

Tal como se presenta en la gráfica, las principales razones por las que los nuevos emprendimientos no logran acceder a créditos bancarios son la falta de garantías, no reunir los requisitos exigidos por los bancos y la falta de un historial de operaciones por parte de la compañía.

Teniendo en cuenta los inconvenientes a los que se enfrentaban estas pequeñas compañías para poder acceder a financiación externa, el *crowdfunding* empezó a tomar fuerza como alternativa de financiación basada en un modelo de financiación colectiva en el que el riesgo se distribuye entre todos los inversionistas. El término “*crowdfunding*” “tiene en cuenta un número de actividades que involucran un grupo grande de personas (Eng. “crowd”) para financiar un proyecto particular” (Isac, 2014, p.134) (traducción propia). En este punto es importante mencionar que, si bien el mercado de valores ofrece otras alternativas con efectos similares frente al riesgo que asumen los inversionistas, como la suscripción de bonos ordinarios, o que también existen alternativas como la emisión de papeles comerciales, la utilización de plataformas digitales es el elemento que caracteriza

principalmente al *crowdfunding* y que le da el carácter de “novedoso”, en la medida que se implementan mecanismos de más fácil acceso, tal como se indica a continuación.

Si bien el *crowdfunding* es una figura que ha tomado más fuerza recientemente con la entrada de las plataformas digitales, la financiación colectiva se ha presentado desde tiempo atrás “La historia del crowdfunding comienza en el Siglo XVII, cuando la recolección colectiva de recursos fue utilizada para financiar suscripciones para imprimir publicaciones futuras.” (Isac, 2014, p.133) (traducción propia). Otro caso emblemático de las primeras manifestaciones de financiación colectiva fue “la recolección de recursos liderada por Pulitzer para llevar a cabo la construcción del pedestal donde reposa la estatua de la libertad donada a Estados Unidos, en los años 1870s.” (Isac, 2014, p.133) (traducción propia).

Como se mencionó previamente, fue a partir de la implementación de la tecnología en este ámbito (*fintech*), por ejemplo, la creación de páginas web para la publicación de los proyectos y el uso de sistemas digitales de transferencia de dinero para la recolección de los fondos, que el *crowdfunding* tomó más fuerza, convirtiéndose en un mecanismo más eficiente para ampliar el espectro de sujetos con acceso a financiación de inversionistas no tradicionales y de cualquier persona que decida vincularse a un proyecto. Dicha aplicación de la tecnología fue la que permitió la existencia de plataformas digitales para el ejercicio de la actividad de financiación colectiva, consolidándose como un factor determinante para el auge del *crowdfunding*.

“En el 2012, las poco más de 450 plataformas de *crowdfunding* existentes en el mundo recaudaron \$2,660 millones de dólares y apoyaron cerca de 1.2 millones de proyectos

mayoritariamente pequeños y medianos y de carácter lucrativo y no lucrativo.” (García & Garibay Ayala, 2016, p.39).

Las principales funciones que cumplen estas plataformas se pueden resumir en la prestación de una infraestructura digital para poner en contacto a los potenciales inversionistas con los proyectos y sus dueños, y además facilitan las transferencias de recursos entre las partes. Adicionalmente, algunas prestan servicios complementarios de promoción y diseño de proyectos (García & Garibay Ayala, 2016).

Con base en lo anterior, el funcionamiento de cada operación se va a ver determinado por las particularidades del proyecto, sin embargo, es posible dividir estos en cuatro categorías: (i) *crowdfunding* basado en donaciones, también conocido como *crowdfunding* comunitario, el cual se implementa para la recolección de fondos para proyectos sociales u otros fines altruistas, sin que se busque una contraprestación; (ii) *crowdfunding* basado en recompensas, también conocido como *crowdfunding* no financiero, frente al cual los aportantes de recursos reciben una contraprestación no monetaria (e.g. uno de los productos creados por el emprendimiento financiado); (iii) *crowdfunding* basado en préstamos o *crowdlending*, mediante el cual los inversionistas aportan recursos buscando recibir rendimientos en la forma de intereses provenientes de los créditos que otorgan al interesado que funge como prestatario; y (iv) *crowdfunding* de inversión o *equity crowdfunding*, que es un tipo de *crowdfunding* financiero en el que los inversionistas obtienen como contraprestación un porcentaje de participación en la compañía o un porcentaje de los beneficios esperados en el proyecto. (García & Garibay Ayala, 2016, pp.40-41).

En el año 2014 la Organización Internacional de Comisiones de Valores (“IOSCO” por sus siglas en inglés) publicó un documento de análisis sobre las generalidades del *crowdfunding* resaltando dentro de sus principales beneficios:

“(i) acceso a financiación a menores costos de capital, (ii) diversificación del riesgo, (iii) apoyo a las pequeñas y medianas empresas, (iv) conveniencia del uso de plataformas digitales, y (v) aumento en la competencia de entidades que ofrecen financiación.” (Kirby, E, Worner, S. IOSCO, 2014, pp. 21-22) (traducción propia).

De cara a la acogida de esta figura, a título de ejemplo, vale la pena mencionar plataformas como *Kickstarter*, *Indiegogo* y *Gonfundme*, las cuales actualmente se encuentran dentro de las plataformas de *crowdfunding* más grandes de Estados Unidos y fueron constituídas entre 2008 y 2010, aplicando diferentes modelos de *crowdfunding*, principalmente de inversión y comunitario. Frente a esto resulta interesante que las tres plataformas nacieron antes de que existiera la regulación de Estados Unidos en la materia, como se verá más adelante. En este sentido, en Colombia también hay ejemplos de plataformas de *crowdfunding* que se constituyeron antes de la expedición del Decreto 1357, principalmente plataformas de *crowdfunding* comunitario tales como *Little Big Money*, *Help* y *La Chevre*, las cuales buscan recolectar recursos para apoyar proyectos con impacto social y ambiental, financiar educación superior en el país, y apoyar proyectos creativos o artísticos, respectivamente. Lo anterior demuestra un fenómeno interesante desde el punto de vista regulatorio, y es la existencia de casos en los que no es la norma específica la que introduce la figura, sino que estos procesos de innovación entran a operar antes de que exista una regulación determinada. Esto implica que la regulación va a tener un punto de partida sobre una práctica real, pero también es un elemento a tener en cuenta frente al

riesgo de inutilidad de una regulación que no se proyecte lo suficientemente versátil y flexible para abordar eventuales desviaciones de la figura.

Partiendo de estas generalidades sobre el *crowdfunding*, los reguladores domésticos han acogido la figura, pero estableciendo ciertos límites y particularidades buscando que esta sea funcional y armónica con la regulación existente. En el año 2015, IOSCO realizó una encuesta en varios países que estaban implementando el *crowdfunding* en sus territorios, esto, con el fin de adquirir conocimiento sobre la aplicación de la figura y realizar un diagnóstico de las tendencias regulatorias en la materia. Al respecto encontraron que algunos países implementaron la figura bajo la regulación de mercado de valores existente y otros optaron por implementar una regulación específica, las cuales en su mayoría flexibilizaban los requisitos generales para el acceso al mercado de valores. (IOSCO, 2015).

De cara a las respuestas recibidas, IOSCO expidió el reporte (*Crowdfunding 2015 Survey Responses Report*) en el cual indicó los riesgos principales que son abarcados por las regulaciones analizadas de cara al *crowdfunding*:

“(i) riesgo de incumplimiento y fallas mayores de los emprendimientos, (ii) fallas de las plataformas, (iii) fraude, lavado de activos y financiación del terrorismo, (iv) falta de liquidez, y (v) asimetría de la información y falta de experiencia de los inversionistas.” (IOSCO, 2015, p. 2) (traducción propia).

Con base en lo anterior, IOSCO expidió un comunicado resaltando los puntos expuestos en el estudio del año 2014 y los resultados de la encuesta del 2015. Por medio de dicho comunicado reconoció que si bien el *crowdfunding* se encontraba aún en etapa de

desarrollo y no era posible establecer un acercamiento general a la comunidad internacional para la supervisión de esta figura, sí identificó puntos comunes implementados por varias regulaciones para el manejo adecuado de los riesgos inherentes al *crowdfunding*:

(i) configuración de los requisitos de entrada, registro y otorgamiento de permisos para las entidades de recaudo, (ii) establecimiento de requisitos de revelación de información para emisores y entidades de recaudo, (iii) limitación de los servicios que pueden prestar las plataformas de *crowdfunding*, (iv) requerimiento de conocimiento de los inversionistas y/o la suscripción de un documento por medio del cual se reconozca la comprensión de los riesgos asumidos al invertir, (v) límites a las cantidades que pueden invertir individuos en un determinado proyecto por un término específico, y (vi) requerimiento de un tercero independiente para la custodia de los recursos de los inversionistas.” (IOSCO, 2015, p.2) (traducción propia).

Con base en lo anteriormente expuesto, desde el caso colombiano es importante realizar un estudio de las características que se incluyeron en la regulación local recientemente expedida.

Capítulo 4: Análisis de la regulación colombiana

Estudio del Proyecto de Decreto

El *crowdfunding* fue introducido al ordenamiento jurídico colombiano con el nombre de “financiación colaborativa”, mediante el Decreto 1357 de 2018, que adicionó el Libro 41 a la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010.

Para analizar la reglamentación del *crowdfunding* en el país, primero es importante estudiar el Proyecto del Decreto (el “Proyecto”), que fue publicado el 15 de noviembre de 2017 para comentarios de los interesados. Este estudio se hará para revisar cómo se planteó inicialmente la operación de la financiación colaborativa, con el objetivo de identificar cuáles aspectos destacados fueron modificados en la reglamentación final, esto es, el Decreto 1357. Por esto, sólo se hará referencia a disposiciones puntuales del Proyecto que fueron cambiadas o eliminadas en el Decreto.

El Proyecto empezó haciendo referencia a operaciones de tecnología financiera, las cuales consistían en la prestación de sus servicios por medio de innovaciones tecnológicas. Estas operaciones podían ser llevadas a cabo por cualquier entidad vigilada por la SFC, de forma directa o con el apoyo de aliados. Finalmente, esos dos artículos no fueron incluidos en el Decreto oficial expedido en 2018.

En lo que se refiere a la financiación colaborativa, el artículo 2.39.1.1.1 propuesto se refirió a la actividad de administración de plataformas electrónicas de financiación colaborativa, y su ámbito era la infraestructura electrónica que pusiera en contacto, “de manera profesional”, a un número plural de aportantes con receptores que requirieran

financiación para un proyecto productivo. Vale la pena destacar que la consideración “de manera profesional” fue eliminada en el Decreto 1357.

El mismo artículo definió “proyecto productivo” como “aquel desarrollado por personas naturales o jurídicas con el fin de obtener una rentabilidad económica a partir de actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicios”. Sin embargo, en el Decreto 1357 se desestimó la financiación para personas naturales, es decir, sólo permitió la financiación proyectos productivos de personas jurídicas mediante *crowdfunding*.

En cuanto a la organización de las sociedades de financiación colaborativa, el Proyecto contempló siete requisitos para que pudieran funcionar dichas sociedades. Entre estos, se incluyó la necesidad de contar con políticas que garantizaran la idoneidad moral y técnica de sus funcionarios, desde junta directiva hasta empleados, así como disponer de medidas administrativas para controlar los conflictos de interés. Justamente estos dos requisitos fueron desestimados por el Decreto 1357.

El Título 2 del Proyecto reguló lo relativo a las entidades de financiación colaborativa. El artículo 2.39.2.1.1, primero de dicho Título, contiene las actividades a realizar por las mencionadas entidades, dentro de las cuales se propusieron:

- Desarrollo de procedimiento de clasificación de riesgos de los proyectos y calificación de los mismos,
- Publicación del procedimiento de clasificación y calificación de los proyectos productivos,
- Suministro de información permanente sobre los proyectos productivos.

Las dos primeras de estas actividades fueron modificadas en su naturaleza, para ser incorporadas bajo el rótulo de deberes en el Decreto 1357. La última de esas actividades propuestas, sobre suministro de información permanente, se mantuvo como un artículo independiente, enfocado más como deber que como actividad.

A su turno, los deberes de las entidades se plasmaron en el artículo 2.39.2.1.2, de los cuales se desestimaron las siguientes en el Decreto 1357:

- i. Velar por el correcto funcionamiento de la plataforma,
- ii. Velar por el cumplimiento de normas vigentes en el desarrollo de las operaciones de financiamiento, y
- iii. Adoptar medidas para garantizar continuidad y regularidad de la operación de las plataformas.

Hay que aclarar que la última de éstas fue incorporada como requisito de funcionamiento de las sociedades de financiación colaborativa, como se anotará posteriormente.

En la clasificación de proyectos productivos, el Proyecto hizo referencia a un análisis de riesgos sobre la posibilidad de perder el capital invertido o el de no obtener el rendimiento esperado. Esta disposición fue expresamente eliminada en el Decreto 1357, y, además, se incluyó una consideración en sentido contrario, dejando claro que la clasificación de los proyectos no implica calificación de riesgos sobre los mismos.

El Título 3 se encarga de las reglas aplicables a los receptores de recursos y sus proyectos productivos.

El artículo 2.39.3.1.2 del Proyecto fijó como monto máximo de financiación el valor de mil (1.000) SMMLV, monto que fue aumentado considerablemente en el Decreto, como se analizará en el numeral 7.3 de esta monografía.

Las reglas aplicables a los aportantes de recursos se encuentran en el Título 4 del Proyecto. El artículo 2.39.4.1.2 contiene los requisitos bajo los cuales se admiten los aportantes en la plataforma de financiación colaborativa, de los cuales no se incorporó en el texto del Decreto 1357 el requisito de información financiera que permitiera establecer el nivel de ingresos del aportante.

Por su parte, el artículo 2.39.4.1.3 establece los límites de inversión. El límite por cada proyecto productivo fue fijado en el monto menor entre 10 SMMLV y el 5% de ingresos anuales de cada aportante; el límite global se propuso en el monto menor entre 30 SMMLV y el 15% de ingresos anuales de cada aportante. Sin embargo, estos límites cambiaron en virtud de la eliminación del requisito de información financiera al que se hizo referencia en el párrafo anterior, así como también por la clasificación de aportantes que realizó el Decreto 1357 y que no existió en el Proyecto.

Finalmente, el Título 5 hace referencia a los valores emitidos en desarrollo de la financiación colaborativa. En lo que se refiere a la circulación de estos valores, el artículo 2.39.5.3.2 del Proyecto indica que es requisito que quien transfiera estos valores debe estar inscrito como su propietario o tenedor en la plataforma de financiación colaborativa, regla que no fue reproducida en el Decreto 1357.

Comentarios al Proyecto de Decreto

La asociación Colombia FinTech presentó sus comentarios al Proyecto reseñado, por medio de un documento denominado “Manifiesto Crowdfunding”. En éste, la asociación abogó, en líneas generales, por un modelo más liberalizado y flexible de financiación colaborativa. A continuación, se verán algunas de las recomendaciones más destacadas

realizadas por Colombia FinTech, pues, al ser una asociación dedicada al sector de tecnologías financieras, consideramos que aporta una perspectiva que merece ser tenida en cuenta, y se corroborará si el modelo definitivo adoptado por el Decreto 1357 se alinea con esta reglamentación.

Una de las observaciones se enfoca en la emisión de valores para la financiación colaborativa, ante lo cual Colombia FinTech expresó que “representa una carga operativa desmesurada para los proyectos productivos y para aquellos que buscan financiamiento (...)” (2018, p.10). De la mano de lo anterior, esta asociación pidió una ampliación de la destinación de los recursos obtenidos mediante financiación colaborativa, que permitiera créditos libre consumo a los receptores. Sin embargo, ambos aspectos se mantuvieron sin cambios en el Decreto 1357.

Otra crítica ignorada fue la que se dirigió a las formalidades que deben cumplir las sociedades de financiación colaborativa, como que sean entidades vigiladas de objeto social exclusivo y que deban inscribirse en el RNAMV, trámites que implican mayores costos y limitaciones a emprendimientos de financiación colaborativa (Colombia Fintech, 2018).

Colombia FinTech manifestó que el recaudo de los recursos de financiación colaborativa debía abrirse a entidades no vigiladas por la SFC, como proveedores de servicios de confianza. En este sentido, aseguró que la disposición del numeral 7° del artículo 2.39.2.1.1, sobre el recaudo de recursos a través de entidades vigiladas por la SFC, “representa una restricción a la competencia y al acceso a mercados para los mencionados proveedores de servicios de confianza” (Colombia FinTech, 2018, p.15). Esta sugerencia tampoco fue tenida en cuenta para la expedición del Decreto 1357.

Una recomendación que sí fue acogida fue la de “revisar el nivel de estudio sobre los proyectos productivos” (Colombia FinTech, 2018, p.22), ya que en el Decreto 1357 se eliminó la exigencia para las sociedades de financiación colaborativa de analizar los riesgos de cada proyecto productivo.

Por otro lado, en cuanto a las reglas para los receptores, Colombia FinTech indicó que no debería existir un monto máximo de financiación para un proyecto productivo, por ser muy bajo. Este aspecto también fue modificado en el Decreto, aumentando significativamente el monto máximo de financiación.

Decreto 1357 de 2018

Antes de estudiar las principales disposiciones del Decreto 1357, es oportuno reiterar la razón de ser del *crowdfunding*: por un lado, como oportunidad de negocio para emprendedores el sector FinTech, y por el otro, como mecanismo alternativo de financiación. Según Dapp et al. (2014), en la fase inicial de los proyectos productivos emprendedores se presenta uno de los grandes problemas a los que se enfrentan estos proyectos: las barreras de acceso para la obtención los recursos necesarios para la puesta en marcha del proyecto; ante estas barreras, el *crowdfunding* se convierte en una opción para cerrar las brechas de financiación mediante la concurrencia de una multitud de inversionistas o acreedores que realicen sus aportes mediante plataformas digitales.

En igual sentido, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (el “Ministerio”) incluyó la siguiente reflexión en las consideraciones del Decreto:

“Que en línea con las actividades de promoción de la inclusión financiera realizadas por el Gobierno Nacional en los últimos años, se hace necesario viabilizar el acceso a

productos de financiamiento por parte de ciertos sectores de la economía que tienen necesidades particulares en este frente, tales como las pequeñas y medianas empresas” (...)(2018, p.1).

Esto refuerza lo dicho en capítulos anteriores, ahora desde el punto de vista oficial del Ministerio, en los que se enfatizó que las pymes están llamadas a ser las principales beneficiadas con la regulación del *crowdfunding* o financiación colaborativa. Por eso es tan importante la llegada de esta figura al país.

Ya en cuanto a la reglamentación esta actividad, el Título 1, que se encarga de disposiciones generales, inicia con el artículo 2.41.1.1.1, que ordena que la actividad de financiación colaborativa sea desarrollada por entidades autorizadas por la SFC, y consiste en la puesta en contacto de un número plural de aportantes con receptores mediante una infraestructura electrónica, ya sea una interfaz, una plataforma u otro medio de comunicación electrónica, para el desarrollo de un proyecto productivo de inversión.

El último inciso de este artículo indica que por proyecto productivo se entiende aquel que tiene por objeto una rentabilidad económica, a partir de actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicios, y es llevado a cabo por una persona jurídica. Esto deja por fuera de la financiación colaborativa a las personas naturales en calidad de receptores, aspecto que cambió respecto del Proyecto de Decreto.

En el inciso 3° del mismo artículo se excluyen las modalidades de donación y de recompensa de *crowdfunding*. Con esto, quedaron admitidas únicamente las modalidades de financiación colaborativa mediante i) valores representativos de deuda, y ii) valores representativos de capital social, conforme lo dispuesto por el artículo 2.41.1.1.2.

El artículo 2.41.1.1.3 dispone que las únicas entidades autorizadas para llevar a cabo la actividad de financiación colaborativa deben ser sociedades anónimas cuyo objeto social sea exclusivo para la ejecución de dicha actividad.

Como requisitos de organización exigidos para el funcionamiento de las sociedades de financiación colaborativa, el artículo 2.41.1.1.4 prevé que deben ser sociedades anónimas, al igual como se exige para las demás instituciones financieras en el artículo 53 del EOSF, además de inscribirse en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (RNAMV). Además, también deben adoptar medidas para garantizar la continuidad de los mecanismos por medio de los cuales se realiza la financiación colaborativa, así como disponer de procedimientos administrativos, contables y operacionales adecuados, para gestionar los riesgos propios de la actividad.

El Título 1 termina con la definición del ámbito territorial del Decreto, que abarca a las sociedades que ejecuten la financiación colaborativa en el territorio nacional y estén domiciliadas en el país, así como a los aportantes y receptores que realicen operaciones a través de dichas sociedades.

El Título 2 se concentra en las reglas para las sociedades de financiación colaborativa. El artículo 2.41.2.1.1 abre este título con la enumeración de las seis funciones que deben cumplir las aludidas sociedades. De estas, cabe destacar: i) recepción, clasificación y publicación de proyectos productivos; ii) habilitación de herramientas para llevar a cabo la financiación de los proyectos; iii) recaudo de recursos a través de entidades vigiladas por la SFC, distintas a las mismas sociedades de financiación colaborativa, y iv) mantener los recursos recaudados en otras entidades vigiladas por la SFC. Las funciones iii) y iv)

expuestas son determinantes en la financiación colaborativa, ya que están encaminadas a asegurar la separación entre los recursos recaudados para distintos proyectos productivos, y también la separación de esos recursos y el patrimonio de la sociedad de financiación colaborativa. Esto garantiza que no exista captación masiva y habitual de dineros, en los términos del Código Penal, manteniendo la naturaleza de las sociedades de financiación colaborativa como vehículos de mediación para poner en contacto aportantes y receptores. Sobre este aspecto, vale la pena mencionar que los establecimientos de crédito son las únicas entidades financieras autorizadas para captar en forma masiva recursos del público, con el fin de otorgar crédito con esos recursos, además de hacerlo con recursos propios. El Decreto 1357 no autoriza esta actividad de captación masiva de recursos a las sociedades de financiación colaborativa, teniendo en cuenta que ese no es el objeto ni la función de esas sociedades. Por este motivo, el Decreto es tan enfático en prohibir la administración de recursos por parte de las sociedades de financiación colaborativa, dejando claro que el permiso de funcionamiento que debe otorgar la SFC a este tipo de entidades se limita al objeto único y exclusivo contemplado dentro de las actividades permitidas indicadas en el Decreto 1357.

A propósito de la anterior aclaración, surge la duda sobre el motivo para someter a inspección y vigilancia de la SFC a las sociedades de financiación colaborativa. Por un lado, estas sociedades no manejan ni administran recursos invertidos por aportantes para proyectos productivos; por el otro lado, como se verá, las sociedades de financiación colaborativa tampoco son las que emiten los valores de financiación colaborativa.

Vale la pena recordar que, según el artículo 335 de la Constitución Política (“C.P.”), las actividades financiera y bursátil, y cualquier otra relacionada con el “manejo,

aprovechamiento e inversión de recursos de captación”, son de interés público, y por ello se exige la autorización del Estado para su ejercicio. En desarrollo del artículo 335 C.P., el literal j) del artículo 3° de la Ley 964 y el literal a) del artículo 4° de la Ley 964 señalan que las actividades que constituyan “manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público” mediante valores hacen parte del mercado de valores. De allí que las consideraciones del Decreto 1357 citen como fundamento de la reglamentación de la financiación colaborativa los literales mencionados de los artículos 3° y 4° de la Ley 964.

Sin embargo, se observa que las sociedades de financiación colaborativa no cumplen ninguna actividad de “manejo, aprovechamiento e inversión” de recursos captados del público, sino que sólo ponen en contacto a receptores con aportantes.

Resulta conveniente señalar en este punto que la Corte Constitucional, en la sentencia C-851 de 2013, ha definido la inspección, la vigilancia y el control de esta forma:

“7.2.1. La función de inspección consiste en la facultad de solicitar y/o verificar información o documentos en poder de las entidades sujetas a control;

7.2.2. La vigilancia hace alusión al seguimiento y evaluación de las actividades de la entidad vigilada;

7.2.3. El control “en sentido estricto” corresponde a la posibilidad de que la autoridad ponga en marcha correctivos, lo cual puede producir la revocatoria de la decisión del controlado o la imposición de sanciones”.

En este orden de ideas, se podría pensar que las sociedades de financiación colaborativa están sometidas a inspección y vigilancia por involucrar la recepción de dinero del público,

aun cuando no son estas sociedades las que lo reciben directamente. Por esto no se habla de “control” de la SFC sobre las sociedades de financiación colaborativa, pero sí de inspección y vigilancia.

También llama la atención que las sociedades de financiación colaborativa hayan sido creadas por un decreto y no por una ley. La C.P. señala que el Congreso es competente para “Expedir las normas a las cuales debe sujetarse el Gobierno para el ejercicio de las funciones de inspección y vigilancia que le señala la Constitución” (numeral 8, artículo 150).

No obstante, el artículo citado no aclara si sólo el Congreso está facultado para crear, mediante leyes, entidades que deban estar sometidas a inspección y vigilancia del Gobierno, como tampoco se encuentra en el ordenamiento jurídico norma alguna que autorice al Gobierno para crear este tipo de instituciones.

Lo cierto es que no hay antecedentes de entidades sometidas a inspección y vigilancia del Gobierno que hayan sido creadas vía decreto. Además, ninguno de los fundamentos legales citados por el mismo Decreto 1357 parecen establecer en cabeza de la Rama Ejecutiva la facultad de crear nuevas entidades sometidas a inspección y vigilancia, lo que podría sugerir que existe falta de competencia del Gobierno en la materia y, por lo tanto, se puede pensar que está sometida la creación de este tipo de entidades a reserva de ley.

A continuación, el artículo 2.41.2.1.2 enuncia los deberes de las sociedades de financiación colaborativa, que son 14 en total, de los cuales sobresalen:

- a) Expedir el reglamento de funcionamiento;
- b) Contar con un procedimiento de clasificación de cada proyecto productivo;

- c) Brindar al público la información de los proyectos productivos, y
- d) Llevar un registro de los receptores, de los proyectos productivos, de la financiación de cada proyecto, de los aportantes y sus aportes a cada proyecto.

Otros deberes se refieren a prevención de lavado de activos y financiación del terrorismo, gestión de conflictos de interés y aportar información sobre conductas fraudulentas a autoridades. Esto, con el fin de vigilar la transparencia de la financiación colaborativa, puesto que se trata de un mecanismo digital que, por sus características, podría facilitar ese tipo de situaciones.

El Decreto también definió cinco prohibiciones para las sociedades de financiación colaborativa y sus funcionarios, dentro de las cuales se encuentran algunas que diferencian contundentemente la financiación colaborativa de otras actividades del mercado de valores.

Éstas son:

1. Prestar asesoría sobre los proyectos productivos que financien;
2. Administrar de manera directa los recursos aportados para los proyectos;
3. Asegurar rendimientos a los aportantes;
4. Ofrecer cualquier tipo de financiación a aportantes y/o receptores, o realizar aportes a los proyectos productivos maneje en su propia infraestructura electrónica, y
5. Actuar como receptores a través de su propia infraestructura electrónica.

Estas prohibiciones están orientadas a establecer un límite en los servicios prestados por las sociedades de financiación colaborativa, pues deben funcionar exclusivamente como un agente que pone en contacto receptores y aportantes, dejando por fuera la administración de recursos (como se vio anteriormente) y la asesoría.

Luego, el artículo 2.41.2.1.4 trae la clasificación de los proyectos productivos. Al respecto, se establece que las sociedades de financiación colaborativa deben adoptar un procedimiento para hacer la clasificación. Un aspecto importante que el Decreto modificó en relación con el Proyecto, es que esta clasificación “en ningún caso implica la calificación de los riesgos asociados a los mismos [a los proyectos], ni la emisión de una opinión o el aseguramiento de obtención de rentabilidades para los aportantes”, como lo establece el inciso 3° del artículo en referencia. De esta forma, atendió las observaciones formuladas por Colombia FinTech y les quitó una carga innecesaria a las sociedades de financiación colaborativa.

Las sociedades de financiación colaborativa deben contar con un reglamento de funcionamiento, cuyo contenido mínimo se encuentra en el artículo 2.41.2.1.5. De ese contenido, resaltan temas como el funcionamiento básico de la actividad de financiación colaborativa, los derechos y obligaciones de aportantes y receptores, mecanismos de recaudo de los recursos, procedimientos de distribución de recursos y de remuneración, entrega de recursos a los receptores, formas de fijación de tarifas de las sociedades de financiación colaborativa y los eventos de incumplimiento de los participantes en la financiación, entre otros. En síntesis, en este reglamento queda definida y publicada la operatividad de la actividad de financiación.

Las reglas para el suministro de información a los participantes se encuentran en el artículo 2.41.2.1.6. Esta información se refiere, en términos generales, al funcionamiento de la plataforma de financiación colaborativa, información de los proyectos productivos y el recaudo de recursos. Adicionalmente, el artículo 2.41.2.1.7 establece un deber de

actualización de la información sobre los proyectos a los receptores, la cual debe ser divulgada por las sociedades de financiación colaborativa una vez recibida.

Finalmente, se establece un deber para las sociedades de financiación colaborativa de reportar la información relacionada con las obligaciones contraídas en virtud de la financiación colaborativa, a los operadores de información financiera de que trata la Ley 1266 de 2008.

Luego inicia el Título 3 con las reglas para los receptores y los proyectos productivos. En primer lugar, se resaltan requisitos de información que los receptores deben suministrar a las sociedades de financiación colaborativa. Esta información abarca aspectos corporativos y de los accionistas, además, claro, de información sobre el proyecto, desde la financiera hasta la operativa. También incluye información sobre los riesgos del proyecto productivo, existencia de otras fuentes de financiación para el mismo proyecto y si existen garantías de la financiación. Igualmente, deben diligenciar un formato para vincularse a la plataforma de financiación colaborativa. En este formato, el receptor declara, entre otros, que los proyectos productivos no son objeto de autorización ni supervisión por la SFC, y por lo tanto la misma no certifica los mismos. También acepta el receptor, en este formato, que es el responsable por toda la información que debe suministrar a la sociedad de financiación colaborativa, con especial observación de la información relativa al proyecto productivo.

A continuación, el artículo 2.41.3.1.2 señala el monto máximo de financiación para cada receptor, que fue ampliado de mil (1.000) a diez mil (10.000) SMMLV, con respecto al Proyecto de Decreto. Sin embargo, se establece una excepción para los recursos que

provengan únicamente de aportantes no calificados (calificación que se verá más adelante), caso en el cual el monto máximo para cada receptor se fijó en tres mil (3.000) SMMLV; lo que da a entender que, si la financiación de un proyecto cuenta con el aporte de al menos un aportante calificado, aplicará el límite de 10.000 SMMLV. En todo caso, es importante resaltar que este artículo permite a las sociedades de financiación colaborativa establecer un límite de financiación inferior a este monto para cada proyecto productivo, atendiendo a su clasificación del proyecto. Esto le otorga una facultad a nuestro juicio desmesurada a las sociedades de financiación colaborativa, que no es coherente con las demás disposiciones del Decreto, ya que, si estas sociedades no pueden emitir concepto ni asesoría sobre los riesgos de los proyectos, tampoco deberían poder establecer montos máximos de financiación para los diferentes proyectos.

En el artículo 2.41.3.1.3 se definió que los proyectos productivos deben ser financiados por un número plural de aportantes, el cual también es determinado por la sociedad de financiación colaborativa.

El segundo inciso del artículo señala que el plazo máximo para financiar cada proyecto productivo es de seis (6) meses, durante los cuales se debe cumplir un porcentaje mínimo de financiación que debe ser fijado por la sociedad de financiación colaborativa. Si no se cumple ese porcentaje mínimo durante el tiempo máximo establecido, se suspende la publicación del proyecto productivo y se devuelven los recursos a los aportantes que hicieron las inversiones. Nuevamente, se otorga a las sociedades de financiación colaborativa una facultad enorme sobre los proyectos productivos a financiar, ya que no sólo pueden fijar un monto máximo de financiación, como se vio anteriormente, sino que también deben decidir el porcentaje mínimo de financiación.

El Título 4 se ocupa de las reglas aplicables a los aportantes. El artículo 2.41.4.1.1 define a los aportantes como quienes intervienen en operaciones de financiación colaborativa para financiar proyectos productivos. Los aportantes se dividen en calificados y no calificados, clasificación que se encuentra en el artículo siguiente, y se asimila a la clasificación de inversionista profesional y cliente inversionista, así:

- Aportantes calificados: son aquellos que cumplan con alguno de los requisitos establecidos para los inversionistas profesionales, es decir: i) un patrimonio igual o superior a 10.000 SMMLV, o ii) tener un portafolio de valores que no sean de financiación colaborativa igual o superior a 5.000 SMMLV, o iii) ser operador del mercado de valores, o iv) ser entidad vigilada por la SFC, o v) ser un organismo financiero extranjero o multilateral.
- Aportantes no calificados: son aquellos que no se clasifiquen como aportantes calificados.

Para ser admitidos en las sociedades de financiación colaborativa, según el artículo 2.41.4.1.3, los aportantes deben brindar información sobre su identificación y cualquier otra que sea solicitada por dichas sociedades, además de suscribir un formato de vinculación similar al de los receptores. En este formato, los aportantes aceptan los riesgos inherentes a la inversión, que la SFC no autoriza, supervisa ni certifica los proyectos productivos, y que los recursos invertidos no están garantizados por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (“FOGAFÍN”).

Es importante tener en cuenta el límite de inversión en financiación colaborativa señalado en el artículo 2.41.4.1.4, que sólo aplica para los aportantes no calificados. Dicho

límite es de 20% de ingresos anuales o del patrimonio del aportante, lo que sea mayor. Los aportantes calificados, por lo tanto, no tienen ningún límite respecto al monto de inversión.

Finalmente, los aportantes deben informar a las sociedades de financiación colaborativa y a los receptores cualquier suceso que implique limitación o transferencia de sus derechos derivados de la financiación.

El Título 5 es el último de financiación colaborativa, y regula los valores emitidos en desarrollo de esta actividad. El artículo 2.41.5.1.1 empieza por reconocerle la calidad de valores a los instrumentos emitidos en las sociedades de financiación colaborativa, los cuales serán denominados “valores de financiación colaborativa” dando cumplimiento al artículo 2° de la Ley 964. Adicionalmente, señala que estos valores no podrán estar inscritos en el RNVE, ni constituyen oferta pública de valores. Conviene observar que el inciso 1° del artículo en cuestión señala que los valores son emitidos “en” las sociedades de financiación colaborativa; a su vez, el inciso 2° indica que la emisión de valores de financiación colaborativa únicamente puede realizarse “a través” de las sociedades de financiación colaborativa. Estas redacciones generan confusión, pues no queda claro quién es el responsable de la emisión de los valores, si es la propia entidad de financiación colaborativa o el receptor. Al respecto, la SFC se pronunció mediante el Concepto 2019009738 -001 de 2019, aclarando que la emisión la hace cada receptor, y las sociedades de financiación colaborativa son el medio para ponerlas a disposición de los aportantes.

“los emisores de los valores no serían como tal las entidades que realicen la actividad de financiación colaborativa sino los receptores que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto productivo de inversión” (SFC, 2019).

Para realizar la emisión, el artículo 2.41.5.1.2 prevé ciertos requisitos previos que deben cumplirse. Por ejemplo, se debe haber alcanzado el porcentaje mínimo de financiación fijado por la sociedad de financiación colaborativa. Esto da a entender que la emisión se hace de forma posterior al recaudo de los recursos, por lo que los valores sólo serían emitidos y entregados una vez verificada la financiación mínima, lo cual puede tener lugar en días, semanas o meses después de la transferencia de las inversiones de algunos aportantes.

Según los artículos 2.41.5.2.1 y 2.41.5.2.2, los receptores son responsables por el suministro de la información relativa a los valores, como información societaria del receptor y sus estados financieros, información del proyecto productivo y la existencia o no de garantías que respalden la emisión de los valores. Además, se debe indicar que ni los emisores o receptores, ni los valores de financiación colaborativa, se encuentran inscritos en el RNVE, por lo cual no podrán ser negociadas en el mercado principal ni en el segundo mercado, lo cual es ratificado por el artículo 2.41.5.3.6. Las diferencias entre esos dos mercados es que sólo los inversionistas profesionales pueden adquirir los valores negociados en el segundo mercado, de conformidad con el artículo 5.2.3.1.1 del Decreto 2555. No obstante, se entiende que sí pueden negociarse estos valores en el mercado, en virtud del artículo 2.41.5.3.1., indicando que estos valores pueden circular de acuerdo con las normas mercantiles aplicables. Las sociedades de financiación colaborativa deben proveer la anterior información al público, aunque los defectos de esa información será responsabilidad de los emisores o receptores.

Como se anotó anteriormente, se permite la circulación de los valores de financiación colaborativa, como enajenación y otras formas de disposición de los mismos. Sin embargo,

se prohíbe que esta circulación se realice a través de las plataformas de financiación colaborativa. Además, todo traspaso o limitación de la propiedad o circulación de estos valores, debe estar registrado en el registro que para el efecto deben llevar las sociedades de financiación colaborativa, según el artículo 2.41.5.3.2. Bajo este entendido, los valores de financiación colaborativa serán circulados bajo las reglas aplicables a los títulos nominativos (artículos 648 y siguientes del Código de Comercio).

Frente a este aspecto sobre la negociabilidad de los valores de financiación colaborativa, la SFC fue enfática en el anteriormente mencionado Concepto 2019009738 - 001 de 2019, indicando que

“las negociaciones subsiguientes de los valores emitidos, se regirán por las normas mercantiles que les resulten aplicables y en ningún caso, la circulación de los valores, luego de su emisión, se llevará a cabo en los mecanismos electrónicos administrados por las entidades que realicen la actividad de financiación colaborativa.” (SFC, 2019).

Luego, el artículo 2.41.5.3.3 del Decreto señala que ninguna operación relacionada con valores de financiación colaborativa constituye intermediación en el mercado de valores, lo que implica, entre otros, que las sociedades de financiación colaborativa no deben cumplir con los deberes propios de los intermediarios del mercado de valores, como tampoco están autorizados para llevar a cabo otras operaciones que no se relacionen con la colocación, adquisición o enajenación de los valores de financiación colaborativa.

Para la cancelación de valores de financiación colaborativa representativos de capital, el inciso 1° del artículo 2.41.5.3.4 indica que se realizará conforme al tipo societario del receptor. En cambio, el 2° inciso precisa que la cancelación de los valores representativos

de deuda se regirá por los términos previstos por el receptor. Estas cancelaciones sólo se harán efectivas cuando la sociedad de financiación colaborativa respectiva registra la cancelación.

Capítulo 5: Análisis de derecho comparado

Después del estudio de la reglamentación local del *crowdfunding*, revisaremos ahora los aspectos generales de las normas de esta figura de financiación en Estados Unidos, México y Reino Unido, para comparar la regulación de esos ordenamientos jurídicos extranjeros con la de Colombia, con el fin de determinar en cuáles de esos aspectos Colombia se equipara a los otros países y en cuáles pudo haber seguido otro modelo que fuera más flexible.

Estados Unidos

La regulación del *crowdfunding* en Estados Unidos se dio a través de la Ley 112-106 del 5 de abril de 2012, denominada *Jumpstart Our Business Startups Act* (“JOBS Act”), cuyo objetivo es impulsar el crecimiento económico y la creación de trabajos mediante la promoción del acceso de emprendimientos al mercado de valores (JOBS Act, 2012).

Esta Ley adicionó nuevas disposiciones al *Securities Act* de 1933 (“Securities Act”) con las cuales se eliminaron requisitos propios del mercado de valores norteamericano para la financiación de empresas vía *crowdfunding*.

En primer lugar, el JOBS Act incorporó el numeral (6) a la Sección 4(a), la cual excluye las operaciones de *crowdfunding* de unas exigencias de registro impuestas en la Sección 5 del Securities Act.

El primer aspecto que se debe destacar es el monto máximo de financiación. La versión original del JOBS Act estableció dicho monto máximo en la suma de un millón de dólares (USD \$1.000.000). Sin embargo, en virtud de la Sección 4A (h)(1) del Securities Act, que ordena que la *Securities and Exchange Commission* de EE.UU. (institución equivalente a la

SFC en ese país) (“SEC”) debe realizar un ajuste por inflación de ese valor por lo menos una vez cada cinco años, actualmente el monto máximo permitido para financiación a través de *crowdfunding* es de un millón setenta mil dólares (USD \$1.070.000) (SEC, 2017).

Es importante resaltar las consideraciones alrededor del monto fijado originalmente, ya que, según el documento que contiene las reglas finales expedidas por la SEC, se impuso la suma de un millón de dólares (USD \$1.000.000) para proteger a los inversionistas, por un lado, y porque la regulación está dirigida a nuevas empresas pequeñas, que no deberían necesitar más recursos, por el otro lado (2015).

Ahora, con lo anterior en mente, y tomando en consideración la actualización del monto máximo de financiación, si se multiplica un dólar por el promedio de la TRM entre el 1° de enero y el 9 de febrero de 2019, esto es, tres mil ciento cuarenta y nueve pesos (USD \$1 = COP \$3.149), se observa que el equivalente en pesos a la máxima financiación permitida mediante *crowdfunding* en EE.UU es de, aproximadamente tres mil trescientos millones de pesos (COP \$3.700.000.000). Mientras que, para el 2019, 10.000 SMMLV en Colombia son ocho mil doscientos ochenta y un millones ciento sesenta mil pesos (COP \$8.281.160.000). Es decir, en Colombia, el monto máximo de financiación a través del *crowdfunding* es más del doble que lo permitido en EE.UU., de lo que se concluye que la reglamentación del Decreto 1357 es amplia y generosa en este aspecto, aun cuando se habían formulado objeciones respecto a ese valor por no ser suficientemente alto.

Por otra parte, el periodo máximo durante el cual un emisor puede recibir recursos en una operación de *crowdfunding*, según el JOBS Act, es de 12 meses. Es decir, en este ámbito, la regulación de EE.UU. dobla a la colombiana, que sólo permite el recaudo

durante un periodo de 6 meses. Esto es importante, además, porque en Colombia es la sociedad de financiación colaborativa la que fija tanto el tiempo máximo para la financiación como el monto máximo de la misma; en cambio, en EE.UU. es el emisor el que decide el objetivo de financiación y el tiempo de la misma (Securities Act, 1933, Sección 4A (b)(1)(F)). Entonces, el régimen colombiano es más restrictivo en el aspecto temporal, porque sólo concede la mitad del tiempo máximo para obtener recursos que se previó en EE.UU. Además, también se destaca que en Colombia no es el emisor de valores el que establece el tiempo para la financiación, sino la sociedad de financiación colaborativa.

En cuanto a los requisitos para realizar las operaciones de *crowdfunding*, el JOBS Act indicó que estas operaciones deben ser realizadas por un corredor de bolsa o un portal de financiación, intermediarios que deben estar registrados ante la SEC. Estos últimos son definidos en el *Securities Exchange Act* de 1934 (“Securities Exchange Act”) como intermediarios que se dedican exclusivamente a operaciones de financiación mediante *crowdfunding*, las cuales, además, no pueden ofrecer asesoría sobre inversión, ni pedir directamente o a través de sus empleados inversiones sobre ofertas en su portal, ni tampoco manejar fondos de las inversiones realizadas por su portal, según lo dispuesto en la Sección 3 (a)(80) del Securities Exchange Act. Aquí se pueden hacer dos observaciones: primero, en EE.UU. se prevé que haya portales especializados y dedicados exclusivamente al *crowdfunding*, pero también se permite que esta forma de financiación la realicen corredores de bolsa. Es decir, se planteó un margen más amplio que en Colombia, que exige el objeto social exclusivo para llevar a cabo actividades de *crowdfunding*. Segundo,

ambas legislaciones son congruentes en no permitir actividades de asesoría ni administración de recursos por parte de las plataformas de financiación.

La regulación de los intermediarios se encuentra en la Sección 4A del JOBS Act. En esta, es oportuno señalar la disposición (a)(3) de la mencionada Sección, que indica que los intermediarios de *crowdfunding* deben revelar información que incluya los riesgos de la financiación. A diferencia de lo dispuesto por el Decreto 1357, que señala que las sociedades de financiación colaborativa no hacen un análisis de riesgos de los proyectos productivos dentro de la clasificación de los mismos.

Una regla que llama la atención es la Sección 4A (a)(7) incorporada por el JOBS Act, que prevé que los intermediarios deben garantizar a los inversionistas un derecho de cancelar su decisión de invertir durante el periodo determinado por la SEC. Este organismo decidió que se podrían solicitar las cancelaciones 48 horas antes de que se cumpla el término propuesto para recaudar los fondos determinados (SEC, 2015). Por su parte, el régimen colombiano no contempló una norma semejante, aunque tampoco se descarta expresamente.

El JOBS Act regula lo concerniente a los emisores en la Sección 4A (b), dentro de lo que se destaca la revelación de información, al intermediario y a los potenciales inversionistas, sobre la empresa y las actividades a las que se dedica y que serán financiadas; sobre el tiempo de financiación y el monto esperado, entre otros. Todo lo cual se relaciona con la reglamentación colombiana, excepto por los términos de la financiación (tiempo y monto), los cuales, como se dijo, son definidos en Colombia por la sociedad de financiación colaborativa.

Por último, los límites de inversión para los inversionistas fueron definidos de la siguiente manera, incluyendo la actualización hecha por la SEC en 2017 (Securities Act, 1933, Sección 4(a)(6)(B)):

- i) lo que resulte mayor entre dos mil doscientos dólares (USD \$2.200) o 5% del ingreso anual o del valor neto del inversionista, si dicho ingreso o valor neto son inferiores a ciento siete mil dólares (USD \$107.000); y
- ii) 10% del ingreso anual o del valor neto del inversionista, sin superar un valor de ciento siete mil dólares (USD \$107.000), cuando ese ingreso o valor neto del inversionista sean iguales o superiores a ciento siete mil dólares (USD \$107.000).

Es decir, se limita la inversión por cada inversionista en función de sus ingresos o valor neto, y no por su clasificación como inversionista experto.

A raíz de este estudio, se puede entender que la reglamentación colombiana no es del todo estricta ni conservadora, en especial en el ámbito del monto máximo de financiación. Sin embargo, sí tiene algunas barreras como el periodo de tiempo para la financiación y el objeto social exclusivo, que implican mayores dificultades de creación de las sociedades de financiación colaborativa. Haciendo un balance, al final puede concluirse que la reglamentación colombiana no es muy diferente ni más restrictiva que la norteamericana, que siempre ha sido referente en temas de valores a nivel mundial.

México

México es el país líder en el sector FinTech en Latinoamérica (Finnovista, 2018), como se señaló en el Capítulo 2 de esta monografía. Es por esto que el estudio del régimen del

crowdfunding en ese país se hace tan interesante, ya que es el mejor referente en este ámbito en toda la región.

La Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera (la “Ley FinTech”) fue expedida el 9 de marzo de 2018. En esta Ley FinTech se regularon las denominadas Instituciones de Tecnología Financiera (ITF), que se refieren a dos tipos de entidades: las instituciones de financiamiento colectivo (es decir, *crowdfunding*) y las instituciones de fondos de pago electrónico, según la definición que de las ITF brinda el numeral XVI del artículo 4° de la Ley FinTech.

En cuanto a la formación de las instituciones de financiamiento colectivo, el artículo 11 de la Ley FinTech exige que los interesados en prestar ese servicio deben contar con la autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (“CNBV”, semejante a la SFC). De la mano de esto, el artículo 36 dispone que estas entidades deben organizarse como sociedades anónimas. Ambos aspectos son iguales a lo previsto en el Decreto 1357, aunque en México no se habla de un objeto social exclusivamente enfocado en operaciones de *crowdfunding*.

El artículo 16, por su parte, define quiénes son inversionistas y quiénes son solicitantes (equivalente a los receptores en Colombia). En este punto, una diferencia notable con el régimen colombiano es que en México pueden ser solicitantes tanto las personas morales como las físicas, es decir, personas jurídicas y naturales pueden acudir a financiarse por medio del *crowdfunding*.

El mismo artículo 16 también contiene los tipos de *crowdfunding* permitidos: de deuda, de capital y de copropiedad o regalías. En este último, el inversionista adquiere una

participación en un bien o en utilidades o pérdidas que se deriven de la actividad financiada. Es decir, se permite una clase de financiación adicional en comparación con la normatividad colombiana. Sin embargo, es preciso aclarar que en México no hay una prohibición expresa para el *crowdfunding* de donación, como sí sucede en Colombia con la donación y la recompensa.

En el artículo 18 de la Ley FinTech se enuncian las obligaciones que deben cumplir las instituciones de financiamiento colectivo. Entre estas, el numeral II señala que estas instituciones deben informar a los inversionistas sobre el riesgo de los solicitantes y del proyecto financiado, norma reforzada por el artículo 45 de las Disposiciones De Carácter General Aplicables A Las Instituciones De Tecnología Financiera (las “Disposiciones FinTech”), que viene siendo una regulación secundaria de la Ley FinTech. Lo que implica una similitud con el sistema norteamericano, al tiempo que es una diferencia con la clasificación de los proyectos productivos en Colombia. Adicionalmente, también se destaca el numeral VII de este artículo, que, al igual que en EE.UU., permite a los inversionistas retirar su inversión antes de la entrega de los recursos, sin fijar un término para ese retiro.

También hay un deber de obtener y revelar información sobre los solicitantes y sus proyectos, así como los procedimientos para calificar los proyectos financiados. En general, esos deberes de información de los proyectos y las operaciones son similares en todos los regímenes, deberes que normalmente están en cabeza de las sociedades de *crowdfunding*.

Más adelante, en el artículo 44 se dispone que la CNBV debe establecer reglas sobre los límites de recursos de clientes que pueden mantener las ITF en nombre de los mismos

clientes. Lo anterior es complementado por los artículos 45 y 46, donde el primero prevé que las ITF sólo pueden recibir recursos cuando provengan de cuentas de los clientes en entidades financieras (salvo algunas excepciones), y el segundo indica que las ITF deben depositar los recursos que reciban en entidades financieras. Todo lo cual guarda coherencia con el régimen colombiano en lo referente al manejo de recursos de las operaciones, que no deben hacerlo las sociedades de *crowdfunding*, aunque en México se alude a la recepción de recursos por parte de las ITF, algo que no existe en los otros dos países.

En cuanto a los límites de inversión, se observa que los mismos están expresados en Unidades De Inversión mexicanas (UDI), las cuales son actualizadas diariamente por el Banco de México. Esto hace que estos límites de inversión sean más dinámicos que en Colombia. Las Disposiciones FinTech señalan, en el artículo 47, discriminan dos límites de inversión para operaciones de financiamiento colectivo: primero, para financiamiento de deuda para personas naturales, el monto máximo es de 50.000 UDIs, que para el 1° de febrero de 2019 son, aproximadamente, cincuenta millones de pesos colombianos (COP \$50.000.000). El segundo monto máximo se fijó en 1.670.000 UDIs, para financiamientos de deuda para personas naturales o jurídicas que sean empresarios, deuda para desarrollo inmobiliario, financiamiento de capital y financiamiento de copropiedad; monto que se encuentra alrededor de mil setecientos millones de pesos colombianos (COP \$1.700.000.000), valor significativamente menor a 10.000 SMMLV en Colombia. Este valor puede ser aumentado, excepcionalmente, hasta 6.700.000 UDIs (aproximadamente seis mil ochocientos millones de pesos colombianos (COP \$6.800.000.000)).

Finalmente, se imponen unos límites de inversión por inversionista, que se calculan con base en una fórmula que contempla las inversiones y compromisos de inversión de cada inversionista, el resultado de la cual debe ser igual o inferior a:

- i. 7.5% para inversionistas personas naturales y 20% para inversionistas personas jurídicas, en operaciones de financiamiento colectivo de deuda para personas naturales;
- ii. 15% para inversionistas personas naturales y 20% para inversionistas personas jurídicas, en operaciones de financiamiento colectivo de deuda para personas naturales o jurídicas que sean empresarios o para desarrollo inmobiliario, y
- iii. 15% para inversionistas personas naturales y 20% para inversionistas personas jurídicas, en operaciones de financiamiento colectivo de capital o de copropiedad.

El plazo para obtener la financiación (denominado Plazo de Solicitud de Financiamiento Colectivo) es fijado en México por el solicitante, el cual es informado a la institución de financiamiento colectivo, y no existe un límite impuesto por las normas, lo que le da una enorme flexibilidad temporal en relación con Colombia. De igual forma, el régimen mexicano no dispone que sean las instituciones de financiamiento colectivo las que fijen un monto mínimo de financiación, como sí puede pasar en Colombia.

Ni en la Ley FinTech ni en las Disposiciones FinTech se observan normas exclusivamente dirigidas a los solicitantes ni a los inversionistas, como sí sucede en el ordenamiento jurídico colombiano.

En síntesis, las normas mexicanas no son muy detalladas ni profundas, sino que se enfocan en términos generales, mayoritariamente formales, para la prestación del servicio de financiamiento colectivo. Hay que observar que el monto máximo de financiación es mayor en Colombia, aunque en México no se imponen plazos máximos para obtener la financiación propuesta, aspecto en el que Colombia sí se encuentra rezagada, tanto frente a México como frente a EE.UU., según lo visto en el numeral anterior.

Reino Unido

El caso del Reino Unido también es relevante debido a los avances que ha presentado en su regulación. La regulación expedida por la Autoridad de Conducta Financiera (“FCA”) en materia de *crowdfunding* consiste en el *Financial Services and Markets Act 2000*, el cual fue adicionado en el año 2014.

Los tipos de *crowdfunding* que se encuentran regulados en el Reino Unido son los relativos a crowdfunding basado en préstamos (*peer-to-peer lending*) y crowdfunding de inversión (*equity crowdfunding*). En este punto se evidencia la primera diferencia con la regulación colombiana, ya que únicamente se contempló el crowdfunding de inversión. (FCA, 2015).

Un elemento común que se trata con especial importancia en las dos regulaciones es la protección a los inversionistas. Desde la regulación inglesa, se entiende que los valores emitidos en los procesos de crowdfunding de inversión no se encuentran listados en bolsa y son negociables por medio de múltiples sistemas, incluyendo las páginas de internet. Frente a estos la FCA implementó nuevas normas con la adición realizada en el 2014. Las principales normas implicaron restricciones a las empresas, las cuales solo pueden realizar

ofertas directas a los potenciales inversionistas que cumplan requisitos específicos; (i) aquellos que tengan asesoría regulada, (ii) aquellos que cumplan con las calidades para ser inversionistas profesionales, o (iii) aquellos que declaren que la inversión a realizar comprende menos del 10% de sus activos netos en el valor determinado. Se evidencia entonces una clasificación en los tipos de inversionistas. Si bien la regulación colombiana contempla una clasificación entre aportantes calificados y no calificados, frente a la transferencia de los valores emitidos no se incluyó ninguna restricción en razón a esto. Los únicos límites existentes en razón a la clasificación mencionada en el Decreto 1357 se predicen para establecer límites máximos de aportes y recepción de recurso del proyecto. Adicionalmente, a pesar de que en las consideraciones del Decreto el regulador indicó que uno de los fines es la protección de los aportantes, el desarrollo especial de este tema se dejó más que todo a disposición de las plataformas en sus reglamentos de operación, siguiendo los lineamientos generales del Decreto.

Otro aspecto presente en ambas regulaciones es el hecho que el *crowdfunding* se toma como una actividad vigilada, de modo que las plataformas que realizan las actividades dispuestas deben contar con los permisos y autorizaciones exigidos por el supervisor. Con base en este aspecto, el Reino Unido cuenta con un sistema de supervisión consistente en la revisión mensual del manejo de información, de las gestiones de los administradores y el monitoreo de las páginas web dispuestas para prestar los servicios. Adicionalmente existen requisitos frente al tipo de publicidad que se presenta en las plataformas, el riesgo de los activos de los proyectos, procesos de conocer a los clientes y procedimientos de SARLAFT (FCA, 2015). En paralelo con la regulación colombiana se puede corroborar que el Decreto 1357 impone las mismas obligaciones a los

administradores de las plataformas, aunque también se evidencia una intervención más estricta por parte del supervisor inglés, puesto que se encuentra facultado con potestades más invasivas en cuanto a la operación interna de los administradores y las plataformas.

Teniendo en cuenta lo expuesto, se puede ver que el Reino Unido tiene una regulación más extensa en cuanto a los temas que trata, la cual se ha venido modificando para adaptarla a las necesidades que surgen. En cuanto a la línea de regulación, se puede ver que las dos comparten muchos puntos en común y la norma colombiana expone una tendencia similar a las disposiciones adoptadas en la regulación inglesa, ya que se regulan aspectos generales en común tales como la protección a los inversionistas y la intervención del supervisor, mediante disposiciones similares en contenido y finalidad.

Capítulo 6: Tensiones regulatorias

De acuerdo con lo mencionado en la parte final del Capítulo 3, la incorporación de la regulación sobre *crowdfunding* dentro de una legislación doméstica determinada implica un trabajo de adaptación en cabeza del regulador, de modo que las nuevas normas no vayan en contra de disposiciones preexistentes, y que eventualmente no se generen obstáculos en la ejecución práctica de la figura.

Con base en lo anterior, si bien en el Decreto 1357 se evidencia un esfuerzo por parte del regulador colombiano en la construcción de una norma que sea armónica y se comunique con otras normas aplicables a la financiación colaborativa, se pudieron identificar diferentes aspectos cuya aplicación no es clara, en la medida que las disposiciones contenidas en el Decreto 1357 no son del todo coherentes con otras normas, generando lo que se considera, pueden ser tensiones regulatorias.

SARLAFT

Los Sistemas de Administración del Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo (“SARLAFT”) se encuentran regulados en la Circular Básica Jurídica (“CBJ”) que además son deberes de obligatorio cumplimiento por parte de las entidades vigiladas.

La SFC tiene una posición estricta frente a este tema y en la práctica hoy en día todos los procesos de SARLAFT, incluyendo el conocimiento del cliente, se registran por medio de formularios en físico que se remiten a la SFC.

Dado que las entidades que realicen la actividad de financiación colaborativa tienen el carácter de entidades vigiladas, deben cumplir con todo lo aplicable de la Parte I, Título

IV, Capítulo IV de la CBJ. Este aspecto se encuentra en el Decreto 1357 como un deber de estas entidades en el Artículo 2.41.2.1.2, sin embargo, en el párrafo de dicho artículo se faculta a la SFC para que establezca “condiciones y trámites especiales para la realización de los procedimientos de conocimiento del cliente y administración del riesgo de lavado de activos y financiación del terrorismo para los receptores y aportantes (...)”.

Al respecto no se pueden ignorar los procedimientos y el rigor de este tema, ya que en el Decreto pareciera que se faculta a la SFC para idear trámites especiales más laxos que la práctica actual. Frente a esto, es necesario resaltar la importancia de evaluar y definir los mínimos que debe incluir el deber de las sociedades de financiación colaborativa frente al SARLAFT, de modo que pueda adaptarse al objeto que realizan estas sociedades, pero sin descuidar los elementos esenciales y mitigar los riesgos de forma eficaz.

Uso de red

Otro aspecto que puede resultar problemático desde el punto de vista de las normas sobre las plataformas de financiación colaborativa es el manejo que se le dé a los requisitos y barreras para el uso de las redes y el internet libremente.

Al respecto el Ministerio de Tecnologías de la Información y Comunicaciones (“MINTIC”) ha liderado varias iniciativas para fomentar el libre uso de la red. Si bien es claro que esto no puede tomarse como una autorización general porque deben establecerse límites objetivos, en temas de *Fintech*, la Comisión Intersectorial para la Economía Digital ha defendido el libre uso de plataformas tecnológicas con el fin de incentivar la innovación del sector financiero, tal como se indica en el Decreto 704 de 2018.

“el numeral 6 del artículo 2 de la Ley 1341 de 2009, adoptó el principio de "neutralidad tecnológica", según el cual el Estado garantizará, teniendo en cuenta recomendaciones, conceptos y normativas de los organismos internacionales competentes e idóneos en la materia, la libre adopción de tecnologías que permitan fomentar la libre y leal competencia, y la eficiente prestación de servicios, contenidos y aplicaciones que usen TIC.” (MINTIC, 2018).

Argumentando lo anterior bajo los principios de libertad digital y neutralidad de red, consistentes en garantizar la posibilidad de acceso y uso de las distintas herramientas digitales, el MINTIC fomenta abiertamente varias iniciativas. Tal es el caso de MiPyme Vive Digital, la cual “busca incrementar el acceso, uso y apropiación de las tecnologías en las MiPyme, con el fin de hacerlas más competitivas y productivas” (MINTIC).

Como se mencionó anteriormente, frente a esto puede considerarse razonable la imposición de límites objetivos, sin embargo, el Decreto 1357 no contempla expresamente estos principios e impone límites al uso de estas redes cuando se usen para actividades de *crowdfunding*, por ejemplo, al crear requisitos para el tipo de entidades que pueden administrar las plataformas digitales de *crowdfunding*, e imponerles deberes y obligaciones, entre otros. Lo anterior, sin ponderar de forma clara las causas objetivas para imponer dichos límites frente a los mencionados principios. Razón por la que puede haber una tensión de posiciones institucionales en la materia.

Adicional a esto, existen empresas como *Bitbond* que es una plataforma digital global, la cual tiene servidores en diferentes ciudades del mundo y presta servicios de *crowdfunding* y *peer-to-peer lending* en todo el mundo de forma legal. Analizando dicha

estructura desde el Decreto 1357, *Bitbond* no estaría cubierta por las restricciones y obligaciones dispuestas en este, ya que no le aplica el ámbito territorial del Artículo 2.41.1.1.5 “entidades que ejerzan la actividad de financiación colaborativa en el territorio nacional y estén domiciliadas en el país”.

Es claro que el uso de las redes digitales hoy en día facilita el acceso de este tipo de servicios en plataformas de todo el mundo, de modo que temas como la protección a los aportantes colombianos en ciertos proyectos que se tramiten en plataformas extranjeras, quedan en un vacío regulatorio precisamente por lo amplio que es el uso de las redes digitales.

Conclusiones

1. Las fuentes de financiación tradicional de los mercados intermediado y de valores, tienen barreras de entrada que limitan el acceso a recursos para algunos agentes económicos, principalmente aquellos que están empezando a desarrollar un proyecto productivo innovador por la incertidumbre del riesgo que implica su financiación. Adicionalmente, estas instituciones financieras tradicionales ofrecen servicios que implican costos de transacción altos para sus clientes, quienes, además, no tienen otra alternativa que acogerse a los procedimientos de dichas instituciones.
2. En este contexto, han surgido numerosos emprendimientos que han encontrado una gran oportunidad de negocio en la expansión de los distintos medios tecnológicos, mediante la oferta de servicios específicos relacionados con actividades financieras. Estas iniciativas han sido denominadas como *Financial Technologies* –FinTech–, las cuales, como su nombre lo indica, aprovechan los beneficios de los medios de comunicación digitales para llevar a los usuarios productos y servicios financieros al alcance la mano. Esto ha facilitado, por ejemplo, procedimientos mucho más ágiles para la obtención de crédito, o servicios de pago en línea, entre otros.
3. Dentro de los servicios ofrecidos por las FinTech, poco a poco se ha consolidado, a nivel mundial, el conocido como *crowdfunding*. Esta actividad tiene como objetivo conectar, mediante una plataforma electrónica o cualquier medio digital, a una persona que necesita recursos con un grupo numeroso de personas, quienes aportan distintas sumas de dinero a cambio de (i) una participación en un proyecto de empresa; (ii) de un retorno de su inversión en dinero, más intereses, como un préstamo; (iii) una recompensa, que

puede consistir en un producto de la empresa financiada; o (iv) pueden aportar por mera liberalidad, sin esperar nada en retorno.

4. IOSCO, en su rol de comité internacional, ha estudiado la situación del *crowdfunding* a nivel mundial y ha reconocido las ventajas que implica éste como forma de financiación, pero teniendo en cuenta que los reguladores locales deben implementar una serie de elementos mínimos para mitigar los riesgos inherentes a esta actividad.
5. Dada la importancia y popularidad que ha adquirido este método de financiación, el Gobierno colombiano expidió el Decreto 1357 de 2018, mediante el cual introduce y reglamenta la actividad de *crowdfunding* (denominada financiación colaborativa) al país, para democratizar el acceso a recursos por parte de empresas, especialmente las que estén en etapas de nacimiento.

Para esto, el Decreto creó las sociedades de financiación colaborativa, las cuales se deben establecer como sociedades anónimas con objeto social exclusivo la actividad de financiación colaborativa. Además, estas sociedades son vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

En desarrollo de sus actividades, y para mantener su naturaleza de vehículo de contacto entre receptores y aportantes, estas sociedades no pueden recibir ni administrar los recursos con los que se financian los proyectos productivos, sino que deben realizar el recaudo a través de entidades de distinta naturaleza que sean vigiladas por la misma Superintendencia Financiera.

6. La financiación colaborativa en Colombia busca la consolidación de proyectos productivos innovadores, a los cuales no les sea fácil el acceso a formas de financiación tradicionales. Por esto, se previó que únicamente personas jurídicas pueden ser receptoras de recursos mediante financiación colaborativa, a través de la emisión de valores de participación o de valores de deuda, excluyendo los de recompensa y donación.

También por este motivo, para proteger a los aportantes de los proyectos productivos, se estableció un monto máximo de financiación que puede recibir cada receptor, el cual es de diez mil (10.000) SMMLV. Además, el recaudo de recursos sólo puede realizarse durante un término máximo de seis (6) meses.

7. Si bien el Decreto 1357 en su texto recoge elementos comunes a otras regulaciones que se encuentran más avanzadas en la aplicación del *crowdfunding*, y esto a su vez obedece a las recomendaciones internacionales que han formulado organismos como IOSCO. Se evidencian limitaciones que pueden afectar la figura, tal como la prohibición de inscripción en el RNVE y la imposibilidad de negociación de los valores de financiación colaborativa por medio de bolsas de valores y sistemas de negociación, lo que puede implicar una barrera para los inversionistas en la medida que son valores con negociabilidad limitada.

Frente a este punto, es conveniente que el regulador considere alternativas que faciliten la negociación de los valores de financiación colaborativa, que pueden ser sistemas de negociación exclusivos, en los que se fijen requisitos claros dirigidos a fomentar esta actividad, sin descuidar la protección de los inversionistas.

8. El regulador no puede ignorar que en una primera versión de la regulación de un tema novedoso como es el *crowdfunding* es posible que se generen tensiones regulatorias frente a normas preexistentes. De este modo, uno de los principales retos del regulador es desarrollar un ejercicio más amplio y abarcar desde la expedición del Decreto 1357, hasta la labor conjunta con el supervisor y demás agentes regulatorios de sectores externos que tengan incidencia en el sector financiero, con el fin de superar los inconvenientes que se generen e ir desarrollando una regulación más completa y armónica que logre potenciar el uso del *crowdfunding* como alternativa de financiación dados los beneficios que este trae y que se esperan obtener con él.

9. Es de alta importancia que el Decreto 1357 sea tomado como un punto de partida para plantear una regulación más amplia y dinámica en la medida que aumente la implementación de la financiación colaborativa en Colombia, tomando como referente el desarrollo de ésta dentro del país, los avances regulatorios internacionales y las recomendaciones de organismos como IOSCO. Lo anterior con el fin de lograr consolidar esta figura de financiación de forma eficaz, de modo que se puedan materializar sus beneficios, y evitar que la aplicación de la misma se vea limitada por una falta de labor regulatoria.

Referencias

Asociación Nacional de Instituciones Financieras [ANIF], Bancóldex, Banco de la República, Confecámaras y Fondo Nacional de Garantías. (2018). Gran Encuesta Pyme: Informe de resultados, segundo semestre de 2018. Lectura nacional.

Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia [Asobancaria]. (28 de agosto de 2017). Crowdfunding: nueva herramienta para la inclusión financiera. *Semana Económica. Edición 1104.*

Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia [Asobancaria]. (25 de enero de 2016). Oportunidades y retos de la industria Fintech para la inclusión financiera. *Semana Económica. Edición 1027.*

Asobancaria. (13 de noviembre de 2018). Segmento *fintech* en Colombia: ¿en qué vamos? *Semana Económica. Edición 1162.*

Avilés Varela, F.J. (2017). *Las pymes el motor de la economía, sin gasolina*. (Tesis de maestría). Recuperado de

<https://repository.cesa.edu.co/bitstream/handle/10726/1575/MBA00485.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Carrillo, L. L., Bergamini, T. P., & Navarro, C. L. (2014). El emprendimiento como motor del crecimiento económico. *Boletín Económico De ICE, Información Comercial Española*, 3048, 55-63.

Capgemini, LinkedIn & Efma. (2018). World Fintech Report 2018. Recuperado de <https://www.capgemini.com/wp-content/uploads/2018/02/world-fintech-report-wftr-2018.pdf>

Cassar, G. (2004). *The financing of business start-ups*. Recuperado de: <https://www-sciencedirect-com.ezproxy.javeriana.edu.co/science/article/pii/S0883902603000296>

Castro, M. A. B., García, M. L. S., & Adame, M. E. C. (2015). Hacia una comprensión de los conceptos de emprendedores y empresarios. *Suma de negocios*, 6(13), 98-107.

Clavijo, S., Vera, N., Beltrán, D., Londoño, J. y Vera, A. (2018). Los servicios financieros digitales en América Latina.

Colombia FinTech. (2018). *Manifiesto Crowdfunding. Visión regulatoria del sector privado acerca de la financiación colaborativa en Colombia*. Recuperado de <https://www.colombiafintech.co/publicaciones/manifiesto-crowdfunding-colombia>

Comisión Nacional Bancaria y de Valores [CNBV]. (10 de septiembre de 2018).

Disposiciones de Carácter General Aplicables a Las Instituciones de Tecnología Financiera. Diario Oficial de la Federación del 10 de septiembre de 2018.

Congreso de Colombia. (8 de julio de 2005). Ley 964. Bogotá, Colombia. Diario Oficial No. 45.963.

Congreso de los Estados Unidos Mexicanos. (9 de marzo de 2018). Ley Para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera. Diario Oficial de la Federación del 9 de marzo de 2018.

Corte Constitucional. (27 de noviembre de 2013). Sentencia C-851. (M.P. Mauricio González Cuervo).

Congreso de los Estados Unidos de América. (5 de abril de 2012). *JOBS Act*. Ley 112-106.

Dapp, T., Slomka, L., AG, D. B., & Hoffmann, R. (2014). Fintech—The digital (r) evolution in the financial sector. *Deutsche Bank Research*”, Frankfurt am Main. Recuperado de https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000451941/Fintech_%E2%80%93_The_digital_%28r%29evolution_in_the_financia.pdf

Departamento Nacional de Planeación (2015) *Bases del Plan Nacional de Desarrollo 2014-2018*. Recuperado de: <https://www.minagricultura.gov.co/planeacion-control-gestion/Gestin/Plan%20de%20Acci%C3%B3n/PLAN%20NACIONAL%20DE%20DESARROLLO%202014%20-%202018%20TODOS%20POR%20UN%20NUEVO%20PAIS.pdf>

ER, P. H. (2013). Girişimcilik ve yenilikçilik kavramlarının iktisadi düşüncedeki yeri: Joseph A. Schumpeter. *Selçuk University Social Sciences Institute Journal*, 29, 75-85. Recuperado de: <http://ezproxy.javeriana.edu.co:2048/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=sih&AN=90176014&lang=es&site=eds-live>

Ewing Marion Kauffman Foundation. (2017). The Kaufman Index Startup Activity. Recuperado de: https://www.kauffman.org/kauffman-index/reporting/startup-activity/~/_media/b27f0b8eb4a8414295f23870538e5372.ashx

Fradique-Méndez, C. (2008). Guía del mercado de valores. *Bogotá. Bolsa de Valores de Colombia y Banco Interamericano de Desarrollo*, 250.

Financial Conduct Authority (2015). A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realizable securities by other media. Recuperado de: <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf>

Finnovista. (2018). *Colombia se consolida como tercer ecosistema Fintech de América Latina tras crecer un 61% en el último año*. Recuperado de <https://www.finnovista.com/fintechradarcolombia-actualizacion-agosto2017/>

Forrest, C. (2014). How the ‘PayPal Mafia’ redefined success in Silicon Valley. *Tech Republic*. Recuperado de <https://www.techrepublic.com/article/how-the-paypal-mafia-redefined-success-in-silicon-valley/>

García, d. L., & Garibay Ayala, R. (2016). Financiamiento alternativo: Crowdfunding para pequeños y medianos proyectos empresariales e iniciativas sociales. *Hospitalidad ESDAI*, 29, 35-52. Recuperado de:

<http://ezproxy.javeriana.edu.co:2048/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=fua&AN=121475742&lang=es&site=eds-live>

Guo, Y., & Liang, C. (2016). Blockchain application and outlook in the banking industry. *Financial Innovation*, 2(1), 24.

Organización Internacional de Comisiones de Valores. (2015). *Statement on Addressing Regulation of Crowdfunding*. Recuperado de:
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD521.pdf>

Organización Internacional de Comisiones de Valores. (2015). *Crowdfunding 2015 Survey Responses Report*. Recuperado de:
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf>

Isac, C. (2014). Crowdfunding - an alternative for financing a business. *Annals of the University of Petrosani Economics*, 14(2), 133-140. Recuperado de:
<http://ezproxy.javeriana.edu.co:2048/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=111988440&lang=es&site=eds-live>

Kirby, E. Worner, S. IOSCO. (2014). *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*.

Recuperado de: <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>

Kreituss, I. (2017). Collective financing marketplaces: Alternative to bank funding in early stages of entrepreneurship. In M. H. Bilgin, H. Danis, E. Demir & U. Can (Eds.), (pp. 469-490) *Eurasian Studies in Business and Economics*, vol. 5. New York: Springer Nature, Springer. Recuperado de:

<http://ezproxy.javeriana.edu.co:2048/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=eoh&AN=1745197&lang=es&site=eds-live>

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2015). *Decreto 2338 de 2015*. Recuperado de:

<http://wp.presidencia.gov.co/sitios/normativa/decretos/2015/Decretos2015/DECRETO%202338%20DEL%203%20DE%20DICIEMBRE%20DE%202015.pdf>

Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones. (2018). *Decreto 704 de 2018*. Recuperado de:

<http://es.presidencia.gov.co/normativa/normativa/DECRETO%20704%20DEL%20%20DE%20ABRIL%20DE%202018.pdf>

Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones. (s.f). MiPyme Vive Digital. Recuperado de: <https://www.mintic.gov.co/portal/604/w3-propertyvalue-7235.html>

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (2018). Entrepreneurship at a Glance: 2018 Highlights. Recuperado de: <http://www.oecd.org/sdd/business-stats/EAG-2018-Highlights.pdf>

Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). La creación de valor compartido. Harvard Business Review. Enero de 2011. Recuperado de: <http://www.filantropia.org.co/archivo/attachments/article/198/Shared%20Value%20in%20Spanish.pdf>

Presidencia de la República. (31 de julio de 2018). Decreto 1357. Diario Oficial No.50.671.

Presidencia de la República. (2 de abril de 1993). *Estatuto Orgánico del Sistema Financiero*. Decreto 663. Diario Oficial No. 40.820.

Rojas, L. (2016). N° 24. La revolución de las empresas FinTech y el futuro de la Banca. Disrupción tecnológica en el sector financiero.

Salinas Ramos, F., & Osorio Bayter, L. (2012). Emprendimiento y economía social, oportunidades y efectos en una sociedad en transformación. *CIRIEC-España, Revista De Economía Pública, Social Y Cooperativa*, (75)

Securities and Exchange Commission [SEC]. (2015). Final Rule: Crowdfunding. RIN 3235-AL37.

Securities and Exchange Commission [SEC]. (2017). Final Rule: Inflation Adjustments And Other Technical Amendments Under Titles I And III Of The Jobs Act. RIN 3235-AL38.

Shirakawa, M. (2011). What Is So Special about Financial Innovation? *Keynote address at the Conference on “Welfare Effects of Financial Innovation” Held by De Nederlandsche Bank*. Recuperado de:
https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2011/data/ko111114a.pdf

Superintendencia Financiera de Colombia. (2005). *Concepto 2005028004-2*. Recuperado de
<https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Normativa/doctrinas2005/bancainver008.htm>

Superintendencia Financiera de Colombia. (2019). *Concepto 2019009738-001 de 2019*.

Recuperado de <http://www.lexbase.biz/lexbase/normas/conceptos%20super-financiera/2019/csf-2019009738-001de2019.htm>

Superintendencia Financiera de Colombia. (2018). *Evolución de la cartera de créditos de los establecimientos de crédito a noviembre 30 de 2018*.

Tufano, P. (2002). *Financial innovation*. Harvard Business School. Recuperado de:

http://www.people.hbs.edu/ptufano/fininnov_tufano_june2002.pdf

Turan, S. S. (2015). Financial innovation-crowdfunding: Friend or foe? *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 195, 353-362.

Unidad de Regulación Financiera. (2016). *Reglamentación de la actividad de financiación colaborativa*. Recuperado de

http://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FMHCPUCM%2FPMHCP_WCC-126479%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

Vignone, M. (2016). Inside equity-based crowdfunding: Online financing alternatives for small businesses. *Chicago-Kent Law Review*, 803. Recuperado de:

<http://ezproxy.javeriana.edu.co:2048/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=edshol&AN=edshol.hein.journals.chknt91.35&lang=es&site=eds-live>

Walport, M. (2015). FinTech Futures: The UK as a World Leader in Financial Technologies. Recuperado de

https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/413095/gs-15-3-fintech-futures.pdf