
**Análisis jurídico del esquema de Financiación colaborativa o
Crowdfunding financiero en Colombia**

MANUELA SALDARRIAGA TABORDA

Artículo Académico

Asesor
NORMA NIETO NIETO

UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE DERECHO
DERECHO
MEDELLÍN
2021

Resumen

La Financiación colaborativa o Crowdfunding financiero constituye una alternativa para que las PyMes puedan financiarse a través del mercado de valores, de manera que no estén obligadas a ajustarse a las condiciones que les ofrecen los establecimientos de crédito. En cuanto estas resultan desfavorables en la mayoría de los casos, por lo que entorpecen la viabilidad de las pequeñas y medianas empresas que, vale mencionar, inciden notablemente en la política económica del país.

Asimismo es necesario recalcar que este esquema permite que las PyMes tengan mayor visibilidad, establezcan conexiones de valor con aliados y accedan a un mayor margen de negociación de las condiciones bajo las cuales quieren financiarse. Por lo que contribuyen a los objetivos que tiene Colombia de lograr un mercado de capitales más dinámico, flexible, democrático, profundo y líquido, características que influyen directamente en el crecimiento económico de la región (Unidad de Regulación Financiera, 2019).

Es por esto que el presente artículo busca hacer un análisis y estudio de la normatividad vigente, con el propósito de explicar la forma en la que opera este esquema y determinar qué vacíos normativos existen y cuáles son las alternativas para suplirlos. Ello, con miras a que la financiación de las PyMes a través del mercado de valores en Colombia se haga más eficiente, a pesar de que la regulación de este esquema sea muy reciente en el país y suponga un ámbito que resulta novedoso para el legislador Colombiano por los retos que conlleva.

Palabras Claves

Crowdfunding financiero, Financiación colaborativa, Equity Crowdfunding, Valores de financiación colaborativa, Fintech, Sociedades de financiación colaborativa, Plataforma de Crowdfunding.

La crisis económica del 2008, generada por las hipotecas subprime en Estados Unidos, ocasionó, entre otras cosas, la aparición de mayores barreras para que las pequeñas y medianas empresas pudieran acceder al crédito y financiarse a través del sector bancario. Como resultado de la grave situación se adoptaron una serie de lineamientos denominados Acuerdos de Basilea III, los cuales consistieron en una propuesta de reforma de la regulación del sector bancario, encaminada a restringir la capacidad de las entidades financieras para prestar dinero a pequeñas empresas, generando un vacío en la prestación de los servicios financieros.

Esta situación repercutió simultáneamente en el notable incremento del número de empresas Fintech que fueron desarrolladas como una alternativa orientada a transformar la prestación de estos servicios, con el objetivo de que un mayor número de personas tuvieran acceso a través de canales diversos (Padilla et al. 2020). De manera que el Crowdfunding financiero surgió en dicho contexto como una opción para que las PyMes pudieran financiarse a partir de la emisión de valores.

A pesar de la difusión que ha tenido este esquema a nivel mundial, el mismo no había sido regulado en Colombia sino hasta el año 2018, realidad que ha provocado que la legislación vigente aún entrañe múltiples retos, relacionados principalmente con la disminución de los requisitos (que en muchos casos devienen en obstáculos) para que las PyMes puedan financiarse a través del mercado desintermediado. Es decir, a partir de la emisión de valores que luego circulen adecuadamente (Unidad de Regulación Financiera, 2019).

La normatividad vigente no regula todas las cuestiones asociadas al Crowdfunding financiero, de ahí que haya aspectos que todavía deben ser abordados, a pesar de los avances obtenidos tras la expedición del Decreto 1235 de 2020. A lo que se debe añadir, que esta

tampoco se pronuncia sobre la viabilidad de ciertas alternativas que merecen ser evaluadas, pues han sido aplicadas con éxito en otros países (Padilla et al. 2020). Entre las cuales conviene subrayar la posibilidad de que los valores de financiación colaborativa se negocien en el mercado público o, que incluso, se consideren soluciones que conjuguen elementos propios de las negociaciones efectuadas en dicho mercado y aquellas que se realizan a través de ofertas privadas, esto es, soluciones híbridas. (Aya et al., 2020)

Por otra parte, en cuanto a la relevancia del Crowdfunding financiero, es posible apuntar que esta radica en la contribución que representa la implementación de este esquema para el fortalecimiento y dinamismo del mercado de capitales en Colombia, el cual se caracteriza por ser poco profundo y líquido (no solo desde el lado de la oferta, sino también de la demanda), por la concentración de actores y de actividades, y por la poca competitividad. Situaciones que acentúan las barreras de ingreso para los nuevos agentes, pero que son mitigadas, en gran medida, como resultado de las facilidades que este esquema representa, tanto para los inversionistas como para los empresarios (Unidad de Regulación Financiera, 2019).

Adicionalmente, la importancia del Crowdfunding financiero está relacionada con la incidencia que este tiene en la perdurabilidad de las PyMes, que en la mayoría de los casos, fracasan en un corto periodo de tiempo por falta de recursos o por los costos que implica acceder a estos a través del sector bancario, para el cual, las pequeñas y medianas empresas resultan muy riesgosas, de ahí que establezca tasas muy altas y bajos márgenes de negociabilidad para los créditos otorgados a las mismas.

En este sentido, conviene subrayar que dicho esquema contribuye a la viabilidad de las PyMes en Colombia, ya que dispone una plataforma donde se conectan directamente las empresas y los inversionistas, simplificando el acceso de las primeras a la financiación

mediante la emisión de títulos representativos de deuda. Esto incide en el incremento y la diversificación de los agentes que participan en el mercado de capitales, pues no impone grandes requisitos a los inversionistas e impulsa y le da visibilidad a un sector que impacta notablemente en la política económica del país. Debido a que las PyMes constituyen el 90% de las empresas nacionales, aportan el 40% del PIB, alrededor del 10% de las exportaciones y generan más de 15 millones de empleos en la economía local (Aya et al., 2020).

Sin embargo, a pesar de las ventajas asociadas al mismo, del éxito que ha tenido A2censo, única sociedad de financiación colaborativa que se encuentra operando actualmente en el país (aunque algunas otras están adelantando el trámite para comenzar a operar en el 2021) y del respaldo que ha brindado el Fondo Nacional de Garantías a los inversionistas, aún quedan múltiples aspectos del esquema de financiación colaborativa por evaluar y esclarecer. Entre los que se destaca la posibilidad de emitir valores de financiación colaborativa representativos de capital social (acciones); la forma adecuada de mitigar los riesgos asociados a este esquema, que involucra componentes tecnológicos; y la gestión que se le dará a aquellas PyMes que se encuentran constituidas bajo el tipo societario de la sociedad por acciones simplificada, considerando lo introducido recientemente por el Decreto 817 de 2020 y las restricciones que estas deben cumplir para emitir. Situaciones que se abordarán en el presente documento.

1. Definición de Crowdfunding financiero o Financiación colaborativa

No fue sino hasta la expedición del Decreto 1357 del 31 de julio de 2018, que el esquema de financiación colaborativa se reguló en el país, pese a que en Colombia ya se había comenzado a emplear el Crowdfunding para la recolección de fondos, destinados a diversas

finalidades en el marco de la reciente transformación financiera, lo que permitía reducir costos operativos y generar nuevas formas de intermediación.

Sin embargo, dicha norma no se pronunció frente a todas las modalidades en las que el mismo se venía utilizando (Crowdfunding de donación, Crowdfunding de recompensa, etc.), sino que se refirió exclusivamente al Equity Crowdfunding, también llamado Crowdfunding financiero o Financiación Colaborativa. Con lo cual, la regulación mencionada excluyó algunas otras modalidades que habían adquirido un notorio protagonismo para el momento, como eran *“las financiaciones que tenían como destino la realización de una donación o la recepción de un servicio o bien cuya naturaleza [fuera] diversa a la de un valor en los términos del artículo 2° de la Ley 964 de 2005”* (Decreto 1357, 2018). A lo que se suma que el decreto 1357 de 2018 solo resultó aplicable a las actividades que realizaran los residentes colombianos en el territorio nacional, y no en plataformas de crowdfunding domiciliadas en el extranjero.

Así las cosas, el mencionado decreto se refirió en el artículo 1° a este esquema en los siguientes términos: *“la actividad de financiación colaborativa es aquella [que] se desarrolla por entidades autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia, a partir de una infraestructura electrónica, que puede incluir interfaces, plataformas, páginas de internet u otro medio de comunicación electrónica. [Y] través de la cual se ponen en contacto un número plural de aportantes con receptores que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto productivo de inversión”* (Decreto 1357, 2018).

Estos elementos fueron abordados con mayor detalle en los artículos posteriores del Decreto 1357 de 2018, aunque quedaron cuestiones esenciales sin resolver, algunas de las cuales fueron introducidas o ajustadas por el Decreto 1235 de 2020, que entre otras cosas, autorizó que los

receptores inscritos en las plataformas recibieran donaciones siempre y cuando, se especificara a los aportantes que estaban realizando una donación y no una inversión.

Sin embargo, todavía se encuentran en proceso de estudio y evaluación algunos aspectos asociados a este esquema, labor en la que ha intervenido la Unidad de Regulación Financiera, cuya relevancia deviene del hecho de que, el no abordarlos, acentúa los riesgos que la financiación a través del Equity Crowdfunding representa, y perpetúa las lagunas jurídicas que existen en torno a este esquema, lo que entorpece la construcción de confianza entre quienes intervienen en el mismo, bien sea como empresarios o inversionistas.

A lo anterior se debe añadir que la importancia de regular debidamente el Crowdfunding financiero en el país, responde a que este constituye una alternativa de financiación para las PyMes a través del mercado desintermediado, la cual permite completar mercados, masificar la micro inversión y diversificar los riesgos (Giraldo et al. 2020). Situación que promueve la inclusión financiera, al tiempo que contribuye a los objetivos planteados por el Gobierno Nacional. Los cuales se encuentran encaminados a incrementar el crecimiento económico del país, el progreso empresarial y la equidad, mediante el desarrollo del mercado de valores, entendido como un complemento natural del sistema financiero (Decreto 1235, 2020).

Frente a esto último, conviene resaltar que la actividad de Crowdfunding Financiero también amplía la oferta de financiación con base en la innovación y la tecnología, facilita el acceso de las PyMes al capital, posibilita que los empresarios tengan disponibilidad de recursos con menores costos y mayor agilidad en el proceso de consecución de los mismos, al tiempo que diversifica los agentes que intervienen en el mercado de capitales al fomentar la conectividad entre los mismos e incentivar la competencia (Giraldo et al. 2020).

De manera que la relevancia que tiene el establecimiento de un buen marco regulatorio de este esquema en Colombia, encuentra soporte en el éxito que han tenido las emisiones realizadas en A2censo -única plataforma de financiación colaborativa que actualmente se encuentra operando en el país- y en la cual, desde 2019 hasta la fecha, se han registrado 51 proyectos financiados por más de 11.000 millones de pesos. Lo que significa que este esquema ha demostrado ser una herramienta efectiva para que las PyMes accedan a financiación, pudiendo ejecutar los diferentes proyectos productivos para los cuales requieren capital (Giraldo et al. 2020). Situación que ha ocasionado que hayan dos plataformas adicionales en proceso de licenciamiento con la Superintendencia Financiera de Colombia, y que desde el gobierno se esté adelantando y expidiendo regulación adicional sobre esta materia (A2censo, 2021).

Considerando esto, la Superfinanciera ha adoptado un papel activo enfocado en la promoción de la innovación al interior del sistema, en virtud del cual ha implementado medidas encaminadas a promover la competitividad del sector y fomentar la inclusión financiera de los colombianos. Labores entre las que vale destacar el “Sandbox regulatorio” o “Espacio controlado de prueba”, regulado por el Decreto 1234 de 2020, el cual lo define como el *“conjunto de normas, procedimientos, planes, condiciones, requisitos y requerimientos prudenciales que permite probar desarrollos tecnológicos innovadores en la prestación de actividades propias de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia”* (Decreto 1234, 2020).

El Sandbox regulatorio contribuye directamente al ejercicio de la función que desempeña esta entidad en el proceso de constitución de las sociedades de financiación colaborativa

(SOFICO), en la gestión de los riesgos asociados a la actividad de Crowdfunding financiero, al igual que en la supervisión de las plataformas de financiación colaborativa y en la disposición de los mecanismos de protección a los inversionistas que participan en ella. Lo que la Superfinanciera realiza con el propósito de lograr un entorno de estabilidad, integridad y transparencia, donde se apliquen reglas proporcionales ajustadas al nivel de riesgo, se gestionen las posibles asimetrías de la información, los retos que implica la desintermediación financiera, y las exigencias que impone la velocidad del avance general para la regulación y la protección al consumidor (Decreto 1234, 2020).

Ahora bien, en aras de definir y explicar con mayor profundidad la actividad de financiación colaborativa y la manera en que opera este esquema, es importante aproximarse a las características de las emisiones de las PyMes en el mercado de capitales y hacer mención de los vacíos normativos del Decreto 1357 de 2018 y del Decreto 1235 de 2020, cuestiones que se abordarán a continuación, considerando las variables y los elementos asociados a cada una de ellas.

2. Financiación de las PyMes a través del mercado de capitales

Cómo se mencionó en el apartado precedente, el Decreto 1357 de 2018 reguló la actividad de financiación colaborativa en Colombia. De manera que es importante hacer alusión a esta norma una vez más, con la finalidad de aproximarse a la función que cumplen cada uno de los agentes que intervienen en el esquema de Crowdfunding financiero, y así explicar la forma en la que operan las emisiones de las PyMes en el mercado de capitales.

2.1. Rol de las sociedades de financiación colaborativa

Dicho lo anterior, quienes desarrollan la actividad de financiación colaborativa deben estar conformadas como sociedades anónimas, y cumplir con el trámite de constitución y los requisitos del artículo 53 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, el cual fue modificado por la Ley 1328 de 2009. Además, estas entidades deben encontrarse inscritas en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (RNAMV), contar con un sistema operativo que les permita garantizar la continuidad y la regularidad de los mecanismos y los dispositivos para llevar a cabo las actividades autorizadas, y disponer de los procedimientos que les permitan salvaguardar los sistemas informáticos (Giraldo et al. 2020).

Requisitos que encuentran fundamento en el hecho de que el esquema de Financiación colaborativa involucra la captación masiva de recursos, con lo cual, esta actividad debe ser adelantada por quienes cuentan con la autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia. Esto considerando que la Constitución Política *“previó en el artículo 335 que la actividad financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra, relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación, son de interés público y [en consecuencia] sólo pueden ser ejercidas [bajo la] autorización del Estado”* (Superintendencia de Sociedades de Colombia, 2018). Por lo que la Superintendencia Financiera de Colombia es la encargada de verificar que las sociedades de financiación colaborativa acrediten permanentemente los requerimientos que les permiten mantener las condiciones necesarias para cumplir con sus obligaciones, teniendo en cuenta los riesgos propios de esta actividad.

Es importante añadir que dichas sociedades anónimas deben tener como objeto exclusivo el *“propósito [de] poner en contacto a un número plural de aportantes con receptores que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto productivo”* (Decreto 1357, 2018). Entendiéndolo como aquel que desarrolla una persona jurídica, con el fin de

obtener una rentabilidad económica a partir de la ejecución de una actividad empresarial, agropecuaria, industrial, comercial o de servicios.

Las sociedades de financiación colaborativa deben acreditar ante la Superfinanciera que cuentan con una adecuada infraestructura tecnológica que les permita intervenir en esta actividad; garantizar que están en capacidad de realizar las proyecciones financieras requeridas para evaluar la solvencia patrimonial de los solicitantes y analizar la sostenibilidad de los proyectos productivos; asegurar que poseen los mecanismos necesarios para suministrar información al público, implementar las políticas de protección al consumidor, monitorear los límites de financiamiento por receptor y aportante, y prevenir la materialización del riesgo de lavado de activos y financiación del terrorismo (Decreto 1357, 2018).

Ahora bien, la función que cumplen estas sociedades en el proceso de emisión de las PyMes es la de gestionar la plataforma mediante la cual se ponen en contacto empresarios e inversionistas, por lo que su labor consiste en recepcionar, clasificar y publicar los referidos proyectos productivos; facilitar la entrega de información sobre estos a los aportantes; habilitar las herramientas necesarias para ejecutar las operaciones que formalicen la financiación de los proyectos; cumplir con el recaudo y la administración de los recursos a través de entidades vigiladas distintas a las propias sociedades de financiación colaborativa; y finalmente, prestar servicios adicionales de cobranza y publicidad para la divulgación del proyecto productivo u operar el sistema de registro necesario para la negociación de los valores de financiación colaborativa, cuando así lo determinen (Decreto 1357, 2018).

Por su parte, con relación a los deberes de las sociedades de financiación colaborativa, es necesario indicar que estas tienen la obligación de proveer información transparente, objetiva

y oportuna de los proyectos que se financien a través de la plataforma; contar con mecanismos de monitoreo de los límites de financiación de cara a los aportantes -según sean calificados o no calificados- y respecto a los montos máximos a financiar establecidos en el reglamento de funcionamiento adoptado por la respectiva sociedad de financiación colaborativa. Estas entidades, deben divulgar políticas sobre conflictos de interés y reportar la información relacionada con el nacimiento, modificación o extinción de las obligaciones contraídas por los receptores, incluyendo su monto y los reportes de pago de las mismas (Decreto 1357, 2018).

No obstante, las sociedades de financiación colaborativa no se encuentran autorizadas para prestar asesoría o asegurar retornos a quienes hacen parte de este esquema, ni para administrar el capital entregado por los inversionistas, otorgar préstamos a los empresarios, o participar como aportantes o receptores de los recursos.

2.2. Intervención de los receptores y aportantes en el esquema de Financiación colaborativa

Es conveniente indicar que, según lo dispuesto por el Decreto 1357 de 2018, los receptores cuentan con la posibilidad de financiar un proyecto productivo a partir de la emisión de valores de financiación colaborativa representativos de deuda o de capital social, para lo cual deben contar con la aprobación del proyecto por parte de la sociedad de financiación colaborativa, hacer una descripción completa del mismo incluyendo la destinación de los recursos que recibirán e indicando el porcentaje que será financiado mediante este esquema. Al tiempo que se deben hacer responsables de la integridad, veracidad y actualización de la información que suministren frecuentemente a la sociedad de financiación colaborativa, con el propósito de que los inversionistas tengan fácil acceso a la misma. Todo esto, pese a que no tienen la obligación

de presentar un prospecto de emisión ante la Superintendencia Financiera de Colombia, ni de inscribir los valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) o negociarlos a través de una oferta pública (Decreto 1357, 2018).

No obstante, la norma estableció un monto máximo de financiación al que pueden acceder los receptores, el cual varía según provengan los recursos de aportantes calificados o no calificados. En el primer supuesto, el límite es de cincuenta y ocho mil (58.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV), y en el segundo de diecinueve mil (19.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV), cifras que fueron modificadas por el Decreto 1235 de 2020, dado que el Decreto 1357 de 2018 había establecido montos inferiores. Además, los receptores tienen un plazo máximo de hasta seis meses para la consecución de los recursos que deben ser aportados por mínimo dos inversionistas (Decreto 1235, 2020), de manera que si no alcanzan la meta de recaudo durante el plazo señalado, tendrán la obligación de devolver el dinero en un término que no puede superar los treinta días.

Por último, es relevante señalar que los aportantes se dividen en inversionistas calificados y no calificados, quedando conformado el primer grupo por aquellos que tienen un patrimonio superior a los 10.000 SMMLV; que sean titulares de un portafolio de inversión en valores que se encuentre por encima de 5.000 SMMLV; que cuenten con la certificación de profesional del mercado como operador expedida por un organismo autorregulador del mercado de valores (AMV); que sean vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia; o que tengan el carácter de organismo financiero extranjero o multilateral. Y en el segundo, que tiene carácter residual, quedando aquellos que no cumplan con uno o más de los anteriores criterios (Decreto 1357, 2018).

2.3. Papel del Fondo Nacional de Garantías

El Gobierno Nacional tiene entre sus objetivos la democratización del acceso al crédito y la inclusión financiera, lo que supone disponer de alternativas para que el segmento de las PyMes pueda financiarse. Para esto cuenta con el apoyo de entidades complementarias que contribuyen a potenciar el esquema de financiación colaborativa como una herramienta de crecimiento económico, entre las que se encuentra el Fondo Nacional de Garantías (FNG), que desempeña un papel importante, relacionado con el fomento de la participación de los inversionistas en esta actividad.

La misión del Fondo Nacional de Garantías consiste en respaldar a los empresarios que optan por financiarse a través del crowdfunding financiero, con el otorgamiento de garantías que cubren hasta el 70% del total aportado por los inversionistas. Iniciativa que ha tenido acogida en el país, pues a la fecha, *“en las plataformas de crowdfunding financiero, el FNG ha garantizado recursos por la suma de \$6.768 millones a través de iniciativas como el programa A2censo de la Bolsa de Valores de Colombia. [Por lo que se prevé] que entre abril y junio de 2021 se puedan movilizar garantías entre \$29 y \$30 billones, protegiendo 1,8 millones de empleos y beneficiando a 520 mil unidades económicas.[De manera que si] llegase a recibir solicitudes por más de esos \$30 billones estimados, [este] tiene la capacidad patrimonial para respaldarlos”* (Valora Analitik, 2020).

No obstante, es importante apuntar que existen posturas críticas de la gestión que esta entidad desempeña al interior del esquema de financiación colaborativa, cuyo principal argumento recae en las implicaciones económicas que conlleva el hecho de que una entidad

pública se encuentre respaldando con los recursos de los colombianos, las operaciones celebradas entre particulares.

3. Determinación de la regulación del esquema de financiación colaborativa en Colombia

Tanto el esquema de financiación colaborativa en particular, como las Fintech en su conjunto, representan propuestas novedosas cuya regulación se encuentra en proceso de construcción en el país. Esta realidad supone que en Colombia se adelante desde hace algunos años un proceso encaminado a determinar cuál es la manera más adecuada de regular todas aquellas propuestas que implican la prestación de los servicios financieros de forma alternativa y, en la mayoría de los casos, mediante el uso de medios tecnológicos.

Este cuestionamiento se debe no solo al hecho de que se trate de propuestas innovadoras, sino a que la regulación de la prestación de los servicios financieros en el país es extensa, como resultado de que buscar abarcar todos los aspectos asociados a la prestación de los servicios financieros, no solo por la relevancia que representan para el proceso de crecimiento y desarrollo de Colombia, sino también para el bienestar de la población, que a partir del acceso a los mismos, adquiere la posibilidad de mejorar su calidad de vida.

La amplitud de la normatividad que regula la prestación de estos servicios, ocasiona que en algunos casos se dificulte la innovación y la incorporación de nuevas propuestas. Contexto en el que el regulador ha adquirido un rol fundamental, relacionado con ser el agente encargado de guiar el proceso de transición a la nueva normatividad; de diseñar un marco legal capaz de mitigar los riesgos asociados a la prestación de tales servicios, que al mismo tiempo sea lo

suficientemente amplio para ajustarse a las nuevas propuestas que vayan surgiendo, sin perder su vigencia en el tiempo. La excesiva regulación, evidencia la necesidad constante de expedir nuevas normas, como consecuencia de que las existentes resultan rápidamente obsoletas e insuficientes.

En el marco de esta gestión, el regulador debe cuestionarse por qué, cómo y qué regular, a fin de identificar la manera más adecuada de reglamentar las nuevas propuestas introducidas en el país, análisis que lo enfrenta a cuatro posibles escenarios, de los cuales debe adoptar aquel que resulte más apropiado: i) no regular en absoluto, ii) desarrollar una regulación general con excepciones, iii) regular para prohibir totalmente las nuevas propuestas o iv) resolver las dudas en favor de la no regulación, lo que implica regular únicamente aquello que verdaderamente sea una preocupación, dolor o riesgo.

En el caso Colombiano, el regulador ha optado por este último escenario, lo que se ha materializado en la creación del Sandbox regulatorio, que consiste en un espacio de prueba donde con el apoyo de un equipo de experimentación, de la Unidad de Regulación Financiera y de la Superintendencia Financiera de Colombia es posible realizar ensayos de los nuevos productos, servicios y soluciones financieras de forma controlada. Por lo que esta herramienta favorece las capacidades del regulador y del supervisor, en tanto les permite percibir cuáles son los principales aspectos a reglamentar, y cuales otros deben permanecer desregulados en aras de contribuir a que se mantenga la flexibilidad como característica propia de las fintech.

Frente a esto último, es importante resaltar las críticas recibidas a lo largo del proceso de regulación e implementación de la actividad de financiación colaborativa en el país, pues a pesar de que con este esquema se ha buscado posibilitar a las PyMes el acceso a financiación

a través del mercado de capitales, y diversificar e incrementar el número de agentes que participan en este, los requisitos exigidos imposibilitan la consecución de dichos objetivos. Ejemplo de esto, es el hecho de que las sociedades de financiación colaborativa deban ser sociedades anónimas que acrediten las condiciones exigidas para los establecimientos de crédito, lo que significa que estén obligadas a agotar un trámite extenso que incluye entregar abundante documentación, contar con la autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia entre otras cosas.

Volviendo a la manera como funciona el Sandbox regulatorio, se debe tener en cuenta que este incluye tres modalidades para que las empresas interesadas puedan trabajar en los procesos de innovación financiera, facilitando los desarrollos de innovación al interior del sector y contando con el apoyo de la Superintendencia Financiera de Colombia, quien como ya se mencionó, se encarga de brindar acompañamiento a estos procesos.

El “*Hub*”, que es la primera de las tres modalidades, consiste en el punto de contacto con la Superintendencia Financiera para quienes se encuentren interesados en el ambiente FinTech. “*Allí estarán incursionando en el marco regulatorio y de supervisión. Después de aplicar al servicio de InnoVA SFC, el Equipo FinTech de la Superfinanciera determinará si el proyecto cumple los requisitos de elegibilidad e informará oportunamente para agendar una reunión de inicio en un tiempo estimado de dos semanas*” (Colombia Fintech, 2020).

La segunda es “La Arenera”, espacio en el que la Superintendencia Financiera “facilita la innovación de productos, tecnologías o modelos de negocio, en un ambiente controlado y en tiempo real”. De forma que las entidades vigiladas y no vigiladas acceden a este cuando requieren un acoplamiento del marco regulatorio o de supervisión para poder probar los

productos, tecnologías o modelos de negocio. En estos casos deberán i) aplicar a través del sitio web de innovasfc ii) cumplir con los requisitos determinados por el Comité Evaluador (que considera la innovación y la necesidad de operar bajo un ambiente supervisado) y iii) participar en mesas de trabajo con el Supervisor, a fin de estructurar el proyecto en la Arenera. Posteriormente *“se llevará a cabo el inicio de operaciones y se realizará un seguimiento periódico a los avances de la prueba piloto, así como una debida gestión de riesgos y de reportes de información”* (Colombia Fintech, 2020).

Finalmente, la tercera modalidad es el “regTech”. Este mecanismo aprovecha los desarrollos tecnológicos para optimizar los procesos internos y reducir las cargas operativas de las empresas que se encuentran ofreciendo productos o servicios Fintech, lo que les permite ser más eficientes y competitivas (Colombia Fintech, 2020).

Cabe destacar que las excepciones regulatorias otorgadas por la Superintendencia Financiera de Colombia en el espacio controlado de prueba, no implican la modificación de la regulación vigente aplicable a las actividades financieras, bursátiles y aseguradoras, a pesar de que puedan ser tenidas en cuenta para revisiones que se hagan posteriormente del marco regulatorio. Sin embargo, para determinar su pertinencia, se evalúa el cumplimiento de los siguientes objetivos: i) que aprovechen la innovación en la prestación de servicios y productos financieros, ii) que velen por la protección y los intereses de los consumidores financieros, iii) que preserven la integridad y estabilidad del sistema financiero y iv) prevengan los arbitrajes regulatorios (Decreto 1234, 2020).

A causa de esto la aceptación de los desarrollos tecnológicos innovadores en el espacio controlado de prueba, supone que los mismos posibiliten un aumento de la eficiencia en la

prestación de los servicios o productos financieros, contribuyan a la resolución de una problemática para los consumidores financieros, a la inclusión financiera en sí misma, y al desarrollo de mercados financieros más competitivos.

4. Operación de las ofertas privadas

Considerando que la obtención de recursos a través de la emisión y negociación de valores en el mercado público -mercado primario y secundario respectivamente- exige la acreditación de un gran número de requisitos, las empresas de mediano o pequeño tamaño difícilmente logran cumplir, por consiguiente las emisiones que estas realizan se llevan a cabo a través de ofertas privadas. En estas las empresas que requieren capital, entregan a los aportantes valores que, según lo dispuesto por el referido Decreto 1357 de 2018, pueden ser representativos de deuda o de capital social.

Sin embargo, la regulación vigente consagra la posibilidad de emitir ambos tipos de valores aunque, hasta la fecha, solo se han adelantado en el país emisiones de títulos representativos de deuda. Considerando que cuando se trata de títulos representativos de capital, la complejidad del esquema se incrementa en razón de que los aportantes se convierten en accionistas de la sociedad receptora y, en consecuencia, adquieren derechos adicionales como es la posibilidad de participar en las decisiones y en el reparto de utilidades, lo que varía según el tipo de acciones en cuestión. A pesar de ello, es preciso mencionar que aunque los títulos representativos de deuda no involucran los referidos derechos, todavía existen vacíos en torno a la emisión de los mismos, que están relacionados, por ejemplo, con los tipos de bonos que es o no posible emitir en el marco del esquema de financiación colaborativa.

Por otra parte, los receptores no cuentan con la obligación de presentar un prospecto de emisión ante la Superintendencia Financiera de Colombia, ni con el deber de inscribirse y registrar los valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE). A lo que se suma que la regulación vigente es "flexible" en cuanto les permite emitir y negociar valores en ofertas privadas, a pesar de que por la manera en la que opera el esquema de financiación colaborativa, estas se encuentren dirigidas al público en general y no a un número inferior a 100 inversionistas determinados (Asociación Nacional de Empresarios de Colombia, 2013). Lo que acontece, pues aunque el citado Decreto 1357 de 2018 dispuso que los recursos deben ser entregados por mínimo dos aportantes, no señaló un número máximo de inversionistas. En la práctica, esto ha posibilitado que startups como Protech Habi, constituida bajo el tipo societario de la Sociedad por Acciones Simplificada "S.A.S.", hayan logrado completar con éxito el recaudo de financiamiento colectivo equivalente a 400 millones de pesos, por parte de 175 inversionistas en un plazo de tan solo 60 minutos a través de la plataforma de financiación colaborativa de A2censo (Caparros, 2020).

4.1. Características de los valores de financiación colaborativa

La Ley 964 de 2005 definió los valores en su artículo 2° como *"todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, incluyendo las acciones, los bonos, [etc.] ..."*, definición que debe ser leída en conjunto con lo dispuesto por el artículo 619 y siguientes del Código de Comercio de Colombia, relativos a los títulos valores, pues ambas calidades concurren en los valores de financiación colaborativa, que en consecuencia, gozan de las características asociadas a cada uno de estos, al tiempo que se encuentran sometidos a las limitaciones y restricciones impuestas para cada caso. Vale aclarar que, por tratarse de títulos valores desmaterializados, para su

circulación no se deben acreditar todos los requisitos dispuestos por el Código de Comercio, particularmente no se deben cumplir aquellos que se encuentran relacionados con el atributo de la materialidad, que tiempo atrás tenían estos instrumentos.

De ahí que el Decreto 1357 de 2018 haya establecido que los valores de financiación colaborativa ostenten las prerrogativas y características de los títulos valores, excepto la acción cambiaria de regreso, y que el artículo 14 del Decreto 1235 de 2020, haya dispuesto que una vez *“emitidos y colocados los valores de financiación colaborativa, los aportantes podrán enajenarlos o disponer de ellos según las normas mercantiles que les resulten aplicables. En ningún caso esta facultad de los aportantes podrá ser restringida por la entidad emisora”*.

4.2. Emisiones de valores de financiación colaborativa

Se debe anotar con relación a las emisiones de valores de financiación colaborativa, que éstas solo podrán efectuarse a través de las sociedades de financiación colaborativa que se encuentren inscritas en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores - RNAMV y que hayan sido previamente autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia. A lo que se suma que estas emisiones en ningún caso constituirán una oferta pública de valores, por lo que ni el receptor ni los valores podrán estar inscritos en el RNVE y, en consecuencia, tampoco listados en la Bolsa de Valores de Colombia. Lo que conlleva, que no sea viable su negociación en el mercado principal de valores, ni en el Segundo Mercado.

Ahora bien, según lo dispuesto por el Decreto 1357 de 2018, para que sea posible realizar una emisión de valores de financiación colaborativa se deberá garantizar que el proyecto productivo haya alcanzado el porcentaje mínimo de financiación inicialmente fijado dentro del

plazo establecido, el cual no puede superar los seis (6) meses a partir de la fecha de publicación del proyecto.

4.3. Circulación de los valores de financiación colaborativa

En lo que respecta a la circulación de los valores de financiación colaborativa, el Decreto 1357 de 2018 consagró la posibilidad de que la entidad que desarrolla la actividad, sea quien preste el servicio de registro de los valores, situación en la cual los aportantes deberán utilizar los mecanismos electrónicos que la entidad proporcione cuando deseen enajenar o disponer de los valores adquiridos.

Es relevante mencionar que sobre estos valores solo podrán celebrarse operaciones de contado, respecto de las que se deberá garantizar que han sido registradas por las partes intervinientes dentro del tiempo, forma y condiciones que establezca la Superintendencia Financiera de Colombia. Esto con el propósito de que puedan ser compensadas y liquidadas posteriormente, a través del mecanismo de entrega contra pago de los sistemas de compensación y liquidación autorizados.

En estas operaciones no podrá actuar como contraparte la sociedad que lleva a cabo la actividad de financiación colaborativa, sus accionistas, administradores o funcionarios, a lo que se suma que el Decreto 1357 de 2018 determinó para el caso concreto de los valores de financiación colaborativa, que sean representativos de deuda y que hayan sido emitidos en las entidades autorizadas, que no será necesario nombrar un representante legal para los tenedores, ni cumplir con los requisitos establecidos para la emisión de bonos en el artículo 6.4.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010, flexibilidades que suponen que quienes opten por financiarse a través de este esquema, puedan hacerlo con mayor facilidad y en un menor tiempo.

No obstante, para la transferencia de los títulos representativos de capital social, se deberán considerar las posibles restricciones a la negociación de las acciones que hayan sido impuestas, y las limitaciones que representa el ejercicio del derecho de preferencia por parte de los accionistas, puntos sobre los que no se pronuncia el Decreto 1357 de 2018 ni los Decretos posteriores, el 1234 y el 1235 de 2020, pero que por analogía, resultan aplicables.

4.4. Cancelación de los valores de financiación colaborativa

Por último, de cara a la cancelación de los valores de financiación colaborativa, es menester advertir que el Decreto 1357 de 2018 diferencia la manera en la que esta se llevará a cabo según se trate de títulos representativos de deuda o de capital social. Así pues, en el primer supuesto establece que se realizará conforme al régimen societario aplicable al correspondiente receptor, considerando además las condiciones previstas para el proyecto productivo financiado, y en el segundo, señala que se llevará a cabo en los términos y condiciones previstos por el receptor para el respectivo proyecto productivo. En todo caso, dicha cancelación se entenderá efectuada únicamente *“a partir de la fecha luego de la cual la entidad que realice la actividad de financiación colaborativa incorpore en su registro tal cancelación”* (Decreto 1357, 2018)

5. Restricciones a la negociación de acciones y ejercicio del derecho de preferencia

Es pertinente aludir brevemente a las restricciones a la negociación de acciones y al ejercicio del derecho de preferencia por parte de los accionistas, pues aunque en el país todavía no se han llevado a cabo emisiones de títulos representativos de capital social, bajo el esquema de financiación colaborativa, las restricciones impuestas para la negociación de las acciones y las

limitaciones asociadas al ejercicio del derecho de preferencia, deben ser tenidas en cuenta a la hora de emitir y negociar este tipo de valores.

Por consiguiente, en el supuesto de que la empresa que busca financiación esté constituida bajo el tipo societario de la Sociedad por Acciones Simplificada, será necesario verificar de manera previa a la emisión, que los accionistas no hayan impuesto limitaciones a la negociación de las acciones o la hayan sometido a la autorización de la Asamblea, debido a que en estos casos, será imprescindible que mediante el voto unánime de los accionistas, se apruebe previamente la respectiva negociación o transferencia, pues de lo contrario, estas serán ineficaces de pleno derecho.

Ahora bien, en cuanto al ejercicio del derecho de preferencia, se debe señalar que, según lo indicó la Superintendencia de Sociedades en el oficio 220-000840 del 08 de enero de 2015, *“una cosa es el derecho de preferencia en la colocación de acciones y otra, en la negociación de las acciones emitidas y en circulación, figuras que se sujetan a unos parámetros y cumplen una finalidad diferente”* (Superintendencia de Sociedades de Colombia, 2015). Por lo que en el primer caso, se debe verificar que mediante estipulación estatutaria o por voluntad de la asamblea se haya definido que las acciones serán emitidas sin sujeción al derecho de preferencia, y en lo tocante a la transferencia o negociación será preciso constatar que no se haya impuesto en los Estatutos limitación alguna en tal sentido, considerando que de ser así, se deberá proceder con la respectiva reforma estatutaria.

6. Riesgos asociados al esquema de financiación colaborativa

Dado que la actividad de financiación colaborativa involucra el uso de medios tecnológicos y la captación masiva de recursos, a lo que se suma el hecho de que consiste en un esquema

que aún resulta novedoso, cuyo marco normativo presenta deficiencias, existe una serie de riesgos que deben ser mitigados con el propósito de salvaguardar la integridad de quienes intervienen en este esquema, bien sea como receptores o aportantes de los recursos.

Por las particularidades de la financiación colaborativa, los principales riesgos asociados a esta actividad son el i) riesgo de contraparte, ii) el riesgo de liquidez, iii) el riesgo operativo, iv) el riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo (LAFT), y v) los riesgos conductuales.

El primero de estos implica la posibilidad de que el agente receptor incumpla las obligaciones adquiridas, lo que se mitiga mediante la imposición de una obligación paralela, relativa al deber de revelación de información a los inversionistas, que adquiere el empresario que desarrolla el respectivo proyecto productivo. Esta obligación se debe cumplir de manera adecuada, empleando un lenguaje claro y en el momento oportuno.

En cuanto al riesgo de liquidez, se debe mencionar que consiste en la ausencia de mecanismos de salida o liquidación de la inversión realizada por los aportantes. Riesgo frente al cual, el régimen legal aplicable ha optado por no contemplar límites a la negociabilidad de los títulos en el mercado “*Over The Counter*” (OTC) . Por su parte, el riesgo operativo se refiere a los posibles errores en los sistemas, modelos y procesos internos de las plataformas, razón por la cual deben implementar mecanismos y técnicas para administrar tal riesgo, con el fin de proteger el sistema informático. El riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo (LAFT), tiene que ver con la revisión de la proveniencia de los recursos y agentes involucrados en este esquema, lo que se mitiga con el diseño e incorporación de procedimientos para el conocimiento del cliente.

Finalmente, los riesgos conductuales, relacionados con los posibles conflictos de interés, se reducen mediante la prohibición que tiene la sociedad de financiación colaborativa de asesorar sobre los proyectos productivos, y financiar a los proyectos o a los receptores. A lo que se suma, la segregación de los recursos y activos que aportan los inversionistas en otras entidades vigiladas, diferentes a la aquella que administra la plataforma de financiación colaborativa.

7. Estudio del caso de A2senso

Considerando que A2senso, intraemprendimiento de la Bolsa de Valores de Colombia, fue la primera sociedad de financiación colaborativa que se constituyó en el país, resulta relevante hacer alusión a los resultados que esta ha obtenido, pues estos permiten medir el impacto que ha tenido este esquema, y constituyen un precedente para las nuevas sociedades que se encuentran adelantando el trámite de autorización y licenciamiento ante la Superfinanciera.

A la fecha a través de esta plataforma se han financiado con éxito 51 proyectos con los aportes de 2.993 inversionistas, quienes han efectuado más de 8.752 inversiones por un total de 11.418 millones de pesos. De lo que se puede concluir que el propósito que tuvo la Bolsa de Valores de Colombia al incursionar en este esquema, se ha cumplido, a pesar de que todavía es necesario continuar ajustándolo, en aras de simplificarlo y disminuir el número de requisitos (A2censo, 2021).

Por otra parte, entre los resultados positivos es importante destacar que este esquema ha constituido una alternativa de crecimiento económico, que además de permitirles acceder a las empresas a capital, les ha ofrecido un valor agregado relacionado con la visibilidad y publicidad

de sus proyectos, con la conexión directa que propicia entre inversionistas y empresarios, con la reducción de costos para obtener los recursos, y con la opción de que las empresas que buscan financiación puedan definir las condiciones de la misma.

8. Disparidades con el escenario planteado por el Decreto 817 de 2020

Aunque con la expedición del Decreto 817 de 2020 el Gobierno también buscó dinamizar el mercado de capitales, diversificando e incrementando el número de agentes que intervienen en el mismo, la diferencia con el Decreto 1357 de 2018 radica en la finalidad.

Ambos Decretos introducen una serie de flexibilidades que resultan en excepciones al artículo 4° de la Ley 1258 de 2008. El primero les permite a las S.A.S. acceder al mercado público a efecto de brindarles una alternativa adicional de financiamiento, estableciendo un marco regulatorio para ello contando con el respaldo del Fondo Nacional de Garantías. Por su parte, el Decreto 1357 de 2018, las faculta para dirigir las emisiones a un número plural de inversionistas indeterminados, llegando a contar con un total de aportantes que supera los cien, con creces.

No obstante, es relevante reiterar que la principal diferencia radica en la finalidad de estas normas, pues el Decreto 817 de 2020 está dirigido a sociedades por acciones simplificadas que hayan sido constituidas desde hace varios años y, que a la fecha, cuenten con un capital importante y cierta trayectoria bajo este tipo societario. Por consiguiente este Decreto tiene aplicación en el marco de emisiones de gran tamaño de títulos representativos de deuda, principalmente de bonos y papeles comerciales, las cuales conllevan un nivel de riesgo bajo, en comparación con los niveles asociados a las inversiones en valores de financiación

colaborativa. En cuanto al Decreto 1357 de 2018, este se encuentra orientado a PyMes que busquen obtener financiación para un proyecto productivo en particular, con lo cual, los montos a financiar no son muy altos y se recaudan a partir de ofertas privadas.

Cabe aclarar que la permisión establecida por el Decreto 817 de 2020 está limitada en el tiempo por el término de dos años, contados a partir de la expedición de esta norma. De manera que la materialización de esta medida, concebida por el Gobierno Nacional como uno de los “remedios” adoptados para la reactivación económica tras la coyuntura Covid-19, solo se hará efectiva con el apoyo de la Superintendencia Financiera de Colombia, quien deberá contribuir agilizando la autorización de las referidas emisiones, antes de que la norma pierda su vigencia.

Conclusiones

Las cifras obtenidas como resultado de la operación del Crowdfunding Financiero en Colombia, han demostrado el éxito de este esquema, pues evidencian que a través del mismo se ha posibilitado, a un número importante de pequeñas y medianas empresas, tener acceso a financiación. Esto ha significado el cumplimiento de los objetivos del Gobierno Nacional, debido a que ha contribuido a la democratización de la prestación de los servicios financieros, dinamizado e incrementado el número de agentes que intervienen en el mercado de capitales, y fomentado el crecimiento económico del país.

No obstante, aún existen zonas grises, vacíos y dudas a ser resueltas en la normatividad que regula esta actividad, labor en la cual es fundamental el apoyo de la Unidad de Regulación Financiera y de la Superintendencia Financiera de Colombia, como autoridad competente, quienes deben intervenir con el propósito de regular de la forma más adecuada este esquema y

evaluar la experiencia que han tenido otros países, en especial, aquellos que pertenecen a la región de latinoamérica, considerando que algunas alternativas que estos han implementado pueden ser de gran utilidad para el caso colombiano.

Asimismo, es esencial que las entidades mencionadas continúen implementando mecanismos para mitigar los riesgos asociados al esquema de financiación colaborativa, o que incluso identifiquen riesgos adicionales a los que es necesario aproximarse con soluciones diversas, a fin de que estos puedan ser mitigados de una mejor manera, para que se continúe brindando seguridad a quienes intervienen en esta actividad.

Con todo, y pesar de las críticas de quienes han indicado que se trata de un esquema que todavía resulta muy complejo por los requisitos que exige, es preciso reiterar que este constituye una oportunidad importante para el país, y especialmente, para el segmento de las pequeñas y medianas empresas, no solo por que a través de este pueden tener acceso a los recursos que requieren para apalancarse financieramente, sino por que les da visibilidad y les proporciona el contacto directo con los inversionistas.

Referencias Bibliográficas

1. A2censo Bolsa de Valores de Colombia. (2021). <https://a2censo.com/>
2. Asociación Nacional de Empresarios de Colombia-ANDI. (2013). Guia de Inversión, Ofertas Privadas y Ofertas Públicas. <http://proyectos.andi.com.co/es/GAI/GuiInv/SisFin/MerVal/Paginas/Ofep.aspx>.
3. Aya, M. et al. (2020). Mecanismos de viabilización de oferta de valores. https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-129750%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

4. BIS. (2019). *Basilea III: marco regulador internacional para los bancos*. https://www.bis.org/bcbs/basel3_es.htm
5. Caparros, J. (2020). *Récord: Habi recaudó \$400 millones en una hora en A2censo*. Forbes Colombia. <https://forbes.co/2020/10/27/emprendedores/record-habi-recaudo-400-millones-en-una-hora-en-a2censo/>
6. Colombia Fintech. (2020). *Superfinanciera lanza Sandbox para el desarrollo de Fintech*. <https://www.colombiafintech.co/novedades/superfinanciera-lanza-sandbox-para-el-desarrollo-de-fintech>
7. Colombia Fintech. (2020). *Títulos Valores Inmateriales En Colombia*. [https://Globaluploads.webflow.com/58c5b8748712539d1de79645/5e628f68a01b5b5e65d9af15_TI_TULOS%20VALORES%20INMATERIALES%20EN%20COLOMBIA-v3%20\(1\).pdf](https://Globaluploads.webflow.com/58c5b8748712539d1de79645/5e628f68a01b5b5e65d9af15_TI_TULOS%20VALORES%20INMATERIALES%20EN%20COLOMBIA-v3%20(1).pdf)
8. Congreso de la República de Colombia. (1971). *Decreto 410 de 1971, por el cual se expide el Código de Comercio*. Avance Jurídico Casa Editorial Ltda. http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/codigo_comercio.html
9. Congreso de la República de Colombia. (2005). *Ley 964 de 2005, por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones*. Bolsa de Valores de Colombia. https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Mercado_de_Valores/Leyes?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27_11de9ed172b_2e677f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022787e0a0a600b
10. Congreso de la República de Colombia. (2008). *Ley 1258 de 2008, por medio de la cual se crea la sociedad por acciones simplificada*. Avance Jurídico Casa Editorial Ltda. http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley_1258_2008.html
11. Fawkes, P. (2017). *Manual Sobre la Banca Digital. Estrategias de transformación para un mercado conectado*. https://globaluploads.webflow.com/58c5b8748712539d1de79645/5ec203b5a3f2b159982618d6_MANUAL%20SOBRE%20LA%20BANCA%20DIGITAL.pdf

12. Padilla Sánchez, J. A. (2020). *Crowdfunding: análisis del marco regulatorio de la financiación colaborativa en Colombia*. Editorial Universidad Externado de Colombia. https://books.google.com.co/books/about/Crowdfunding_an%C3%A1lisis_del_marco_regulat.html?id=K6DXDwAAQBAJ&redir_esc=y
13. Reyes Villamizar, F. (2014). *Derecho Societario*. Tomo II. Bogotá: Editorial Temis S.A.
14. Secretaria Jurídica Presidencia de la República. (2018). *Decreto 1357 de 2018, por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con la actividad de financiación colaborativa*. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. <http://es.presidencia.gov.co/normativa/normativa/DECRETO%201357%20DEL%2031%20DE%20JULIO%20DE%202018.pdf>
15. Secretaria Jurídica Presidencia de la República. (2020). *Decreto 1234 de 2020, por medio del cual se adiciona el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con el espacio controlado de prueba para actividades de innovación financiera*. Departamento Administrativo de la Función Pública. <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=142005>
16. Secretaria Jurídica Presidencia de la República. (2020). *Decreto 1235 de 2020, por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con las reglas para la emisión en el mercado de valores, se reglamenta el artículo 2 del Decreto Legislativo 817 de 2020 y se dictan otras disposiciones*. Departamento Administrativo de la Función Pública. <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=142006>
17. Superintendencia de Sociedades de Colombia. (2015). *Oficio 220-000840 del 08 de enero de 2015, Derecho de preferencia en la negociación y en la colocación de acciones en la S.A.S.* https://www.supersociedades.gov.co/nuestra_entidad/normatividad/normatividad_conceptos_juridicos/OFICIO%20220-000840.pdf
18. Superintendencia de Sociedades. (2018). *ABC de la Captación Ilegal de Recursos y Otras Actividades Defraudatorias o No Autorizadas*. <https://www.supersociedades.gov.co/Noticias/Publicaciones/Documents/2018/ABC-captacion-DEFINITIVO-2018.pd>

19. The Economist. (2019). *Global Microscope 2019 The enabling environment for financial inclusion*. [https://global-uploads.webflow.com/58c5b8748712539d1de79645/5dc1e0f5b373941e12d7a7ae_EI_U_Global_Microscope_2019%20\(1\).pdf](https://global-uploads.webflow.com/58c5b8748712539d1de79645/5dc1e0f5b373941e12d7a7ae_EI_U_Global_Microscope_2019%20(1).pdf)
20. Unidad de Regulación Financiera-URF. (2018). *Preguntas Frecuentes Crowdfunding*. http://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-106189%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased
21. Unidad de Regulación Financiera. (2019, diciembre). *Informe final, Misión del mercado de capitales 2019*. http://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-119774%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased
22. Universidad Externado de Colombia. (2018, abril 05). *Apuntes críticos sobre la regulación de la financiación colectiva Crowdfunding en Colombia – Parte II*. [YouTube]. <https://www.youtube.com/watch?v=gwPvh-L8pzE>
23. Universidad Externado de Colombia. (2018, abril 05). *Apuntes críticos sobre la regulación de la financiación colectiva Crowdfunding en Colombia – Parte I*. [YouTube]. <https://www.youtube.com/watch?v=dQK65xCgPL0>
24. Valora Analitik. (2020). *Fondo Nacional de Garantías respaldó \$14,6 billones por pandemia; aumentó cupo para bonos en Bolsa*. <https://www.valoraanalitik.com/2020/12/03/fondo-nacional-de-garant-as-respald-14-6-billones-por-pandemia-aument-cupo-para-bonos-en-bolsa/>
25. Webex. (2020, octubre 08) *Oportunidades de inversión a través de plataformas de financiación colaborativa* [Webinar]. <https://derecho.uniandes.edu.co/es/oportunidades-de-inversion>