



UNIVERSIDAD DE CHILE

FACULTAD DE DERECHO

DEPARTAMENTO DE DERECHO COMERCIAL

EQUITY CROWDFUNDING:

**EXAMEN CRÍTICO Y COMPARATIVO DE SU REGULACIÓN EN CHILE Y EL
DERECHO COMPARADO**

**MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE LICENCIADO EN CIENCIAS
JURÍDICAS Y SOCIALES**

DANIEL ELÍAS VELÁSQUEZ GÓMEZ

PROFESOR GUÍA:

IGNACIO ARAYA PAREDES

SANTIAGO, CHILE

2024

A Allison y Gaspar, por todas las noches en vela y las palabras de aliento.

AGRADECIMIENTOS

Agradezco profundamente a mi profesor guía, Ignacio Araya Paredes, por su excelente disposición, sus consejos valiosos y acertados, y por toda la paciencia que ha demostrado durante este proceso.

De igual modo, agradezco a todos quienes me apoyaron en este proceso con sus conocimientos, tiempo y buena voluntad. En particular a Federico Iriberry, por su amabilidad y a León Lanix por su generosidad.

También agradezco sinceramente a mi madre, Lucinda Gómez, por todo el constante apoyo sin descanso en este largo y tedioso camino.

A mi esposa, Allison Díaz, por su gran apoyo en la edición y sugerencia de nuevas perspectivas.

TABLA DE CONTENIDO

AGRADECIMIENTOS	3
TABLA DE CONTENIDO	4
RESUMEN	6
ABSTRACT	7
INTRODUCCIÓN	8
CAPÍTULO I: EQUITY CROWDFUNDING Y SU SITUACIÓN ACTUAL EN CHILE	11
1. CROWDFUNDING Y SUS DISTINTAS VARIANTES	11
2. DEFINICIÓN DE EQUITY CROWDFUNDING	12
3. AGENTES INVOLUCRADOS EN EL EQUITY CROWDFUNDING	13
3.1 <i>Entidad financiada</i>	13
a. Generalidades	13
b. Estructura societaria	16
b.1 Ventajas de las Sociedades por Acciones	17
b.2 Predilección por las SpA en el <i>equity crowdfunding</i>	23
c. Actividad Comercial	27
3.2 <i>Intermediarios: Plataformas digitales</i>	28
3.3 <i>Inversionistas: los futuros accionistas</i>	31
4. SITUACIÓN ACTUAL EN CHILE	33
4.1 <i>Normativa aplicable</i>	33
a. Antecedentes normativos	33
b. Ley N° 21.521	35
c. Norma de Carácter General N° 502	44
b.1 Inscripción en el RPSF	45
b.2 Autorización para la prestación de Servicios	46
i. Requisitos autorización PFC	46
ii. Requisitos autorización SAT	47
b.3 Requisitos relacionados con la entrega de información	48
i. Requisitos información PFC	48
ii. Requisitos de información SAT	49
b.4 Requisitos de gobierno corporativo y gestión de riesgos	50
i. Rol del Directorio	52
ii. Mecanismos de control	53
iii. Riesgo Operacional	54
iv. Gestión de riesgos	58
v. Auditoría Interna	58
vi. Información de incidentes operacionales	59
b.5 Capacidad Operacional	60
4.2 <i>Caso de estudio</i>	60

CAPÍTULO II: EQUITY CROWDFUNDING EN EL DERECHO COMPARADO	62
1. GENERALIDADES	62
2. REGULACIÓN EN LATINOAMÉRICA	63
2.1 México	63
2.2 Colombia	67
2.3 Argentina	72
2.4 Perú	75
3. REGULACIÓN EN ALGUNOS PAÍSES LA UNIÓN EUROPEA	77
3.1 Regulación general de la Unión Europea	77
3.2 España	80
3.3 Francia	81
3.3 Finlandia	82
4. REGULACIÓN EN ALGUNOS PAÍSES DEL COMMON LAW	83
4.1 Estados Unidos	83
4.2 Reino Unido	83
4.3 Nueva Zelanda	84
4.4 Australia	85
5. REGULACIÓN EN ALGUNOS PAÍSES DE ASIA	85
5.1 Singapur	85
5.2 Japón	86
5.3 China	88
CAPÍTULO III: ANÁLISIS CRÍTICO Y OPORTUNIDADES NORMATIVAS PARA EL DERECHO CHILENO	90
1. CONSIDERACIONES PREVIAS	90
2. ANÁLISIS CRÍTICO DE LA NCG N° 502	94
2.1 Responsabilidad de los intermediarios	94
2.2 Proporcionalidad difusa	95
2.3 Extensión de requisitos	96
2.4 Proporcionalidad y ciberseguridad	96
2.5 Desincentivo a la externalización	97
3. RELACIÓN DEL EQUITY CROWDFUNDING CON OTROS CONCEPTOS RELEVANTES EN MATERIA DE GOBIERNOS CORPORATIVOS	97
3.1 Responsabilidad Social Corporativa	98
3.2 Función social de los contratos y la protección a los inversionistas	101
3.3 Transparencia y Deberes de Información	103
4. APORTACIONES ÚTILES DEL DERECHO COMPARADO PARA EL CASO CHILENO	104
5. ALGUNAS PROPUESTAS DE PERFECCIONAMIENTO	108
CONCLUSIONES	113
BIBLIOGRAFÍA CITADA	116

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es poder revisar y examinar crítica y comparativamente la regulación actual del *equity crowdfunding* en nuestro país, partiendo con un análisis de la situación fáctica y normativa de dicho mecanismo de financiamiento en nuestro ordenamiento jurídico, el que será contrastado con diversas normas del Derecho Comparado que regulan la materia.

Así, el presente trabajo pretende poder presentar críticas y comentarios tanto a la Ley N° 21.521 como a la Norma de Carácter General N° 502 emitida por la Comisión para el Mercado Financiero, normas que regulan la materia en Chile, con el fin de poder identificar si tal regulación cumple o no con el objetivo de una ponderación eficaz y eficiente entre la protección a los inversionistas y la promoción o incentivo a la inversión.

Palabras clave: *equity, crowdfunding, inversión, plataformas intermediarias, financiamiento, financiamiento colaborativo, mercado de valores.*

ABSTRACT

The purpose of this paper is to review and examine critically and comparatively the current regulation of equity crowdfunding in our country, starting with an analysis of the factual and regulatory situation of such financing mechanism in our legal system, which will be contrasted with various rules of comparative law that regulate the matter.

Thus, this paper intends to present criticisms and comments to both Law No. 21.521 and General Rule No. 502 issued by the Financial Market Commission, rules that regulate the matter in Chile, in order to identify whether or not such regulation complies with the objective of an effective and efficient weighting between the protection of investors and the promotion or incentive to investment.

Key words: equity, crowdfunding, investment, intermediary platforms, financing, collaborative financing, stock market.

INTRODUCCIÓN

El día 04 de enero del año 2023 se publica en el Diario Oficial de la República de Chile, la Ley N° 21.521 (“**Ley Fintech**” o “**Ley Fintec**”), que promueve la competencia e inclusión financiera a través de la innovación y tecnología en la prestación de servicios financieros, es decir, las llamadas *Financial Technologies*¹. Dicha ley fue fruto del proyecto de ley ya mencionado y su entrada en vigencia comenzó en el mes de febrero de 2023².

En esa línea, dicha ley ordena a la Comisión para el Mercado Financiero (“**CMF**”) la publicación de una norma de carácter general para la regulación de los requisitos para cada una de las entidades reguladas en la Ley Fintech, mandato que la CMF cumplió el día 12 de enero de 2024, con la publicación de la Norma de Carácter General N° 502 (“**NCG N° 502**”).

Si bien la industria relacionada con las Fintechs es bastante amplia y se viene desarrollando desde hace ya bastantes años, incluso siglos dependiendo de la perspectiva adoptada³, la verdad es que, en nuestro país, gracias a la red de seguridad jurídica que otorga a los privados el Orden Público Económico establecido por nuestro ordenamiento jurídico⁴, sumado a la regulación de servicios y tecnologías claves que ya se han establecido permanentemente en nuestro mercado nacional financiero -como el de tarjetas de pago, sistema bancario y mercado de valores-, el legislador ha reconocido solo recientemente la necesidad de abordar los nuevos modelos de negocio financiero basados en tecnologías emergentes. La rápida expansión y complejidad de estos modelos demandan un marco normativo que proteja el mercado de los riesgos y promueva la innovación, manteniendo la solidez

¹ Dorshimer, Harrell, Rosenberg, & Shiffman, 2019 p. 1.

² En ese sentido, el artículo primero transitorio de la Ley Fintech señala que su entrada en vigencia sería a partir de 30 días desde su publicación, salvo los títulos II y III, de los artículos 32, 35, y del N°2 del artículo 37, los cuales regirán a contar de la entrada en vigencia de la normativa respectiva que dicte la Comisión para el Mercado Financiero conforme a lo dispuesto en tales títulos y artículos, es decir, a contar de la entrada en vigencia de la NCG N° 502, la que fue publicada el 12 enero de 2024 y que entró en vigencia el día 03 de febrero de 2024.

³ Zimmerman, 2016, Recurso online.

⁴ Comisión para el Mercado Financiero, 2019, p. 40.

del sector financiero nacional. Sin perjuicio de lo anterior, y en forma similar a lo que ha sucedido con el sistema bancario y el mercado de valores, los riesgos que conllevan y representan las Fintechs para nuestra sociedad no dejan de ser preocupantes y, dada la alta potencialidad de las mismas para desestabilizar al sistema financiero en su conjunto (riesgo sistémico)⁵, es que nuestro legislador nacional ha considerado adecuado crear un marco regulatorio para este conjunto de servicios, modelos de negocios, agentes económicos, actos jurídicos junto a sus implicancias y consecuencias. Dicho marco otorgado por la Ley Fintech, se ve complementado por la NCG N° 502, que regula en detalle los requisitos y deberes que tendrán que cumplir todas las entidades denominadas como Fintechs.

Dentro del ecosistema Fintech, destacan los modelos de negocios desarrollados a partir del concepto de financiamiento colaborativo (“**Crowdfunding**”), cuya proliferación ha generado regulaciones en distintos Estados sobre las implicaciones legales del *Crowdfunding*. Entre las variantes de este tipo de servicios es posible encontrar al mecanismo denominado *equity crowdfunding*, tema central y transversal para este trabajo.

Consideramos pertinente el estudio de este método de financiamiento por diversos motivos: primero, dado que este servicio financiero ha sido recientemente regulado, su desarrollo en nuestro ordenamiento jurídico plantea ciertas interrogantes respecto de las consecuencias que dicha regulación tendrá en el mercado; segundo, es uno de los servicios otorgados por las Fintechs que se encuentra mayormente regulado a nivel internacional y, por lo mismo, es posible comparar nuestra nueva normativa con las regulaciones comparadas; tercero, su innegable conexión con el Mercado de Valores y, en consecuencia, con su normativa aplicable, resulta de sumo interés; cuarto, entre sus riesgos asociados podemos encontrar el cierre de la plataforma intermediaria, la falta de liquidez, asimetrías de información, fraude y el incumplimiento de la sociedad financiada⁶, riesgos cuyos efectos perniciosos pueden llegar a extenderse descontroladamente, desencadenando un riesgo sistémico no deseado; y, quinto, el método en cuestión ostenta un gran potencial para el crecimiento económico de cualquier Estado, cuestión de la que diversos reguladores

⁵ RAND Corporation, 2020, p. 1. Véase también Arner, Barberis, Buckley, & Zetsche, 2017, p. 49.

⁶ Devoto Toledo & Marquet Standen, 2020 p. 59 y ss.

alrededor del globo ya han dado cuenta⁷, toda vez que, en Estados en desarrollo permite también impulsar el emprendimiento y la innovación⁸.

En razón de lo anterior es que nos proponemos poder entregar al legislador, al órgano supervisor del sector financiero y a la discusión jurídica, un examen crítico de nuestra legislación en comparación con las regulaciones de otros Estados, con el fin de sopesar su efectividad en la ponderación entre la protección a los inversionistas y la promoción de la inversión.

Para ello haremos uso de la metodología de investigación cualitativa, recogiendo por ello distintas fuentes normativas, tanto dentro de nuestro ordenamiento jurídico como en el Derecho Comparado, con el objetivo de lograr un análisis pormenorizado de la situación jurídica del *equity crowdfunding*.

Por consiguiente, hemos optado por organizar este trabajo de la siguiente forma:

En el primer capítulo abordaremos el *equity crowdfunding*, describiendo sus características, agentes y motivaciones. También examinaremos su contexto legal dentro de la Ley Fintech y la NCG N° 502.

En el segundo capítulo, analizaremos distintas legislaciones del Derecho Comparado, buscando destacar todas aquellas particularidades normativas que, a nuestro juicio, tengan un efecto negativo o positivo para los objetivos de una regulación eficiente y control de riesgos eficaz para el *equity crowdfunding*.

Por último, en el tercer capítulo, entregaremos distintas críticas a la Ley Fintech y la NCG N° 502. De igual modo, pondremos en perspectiva las distintas cuestiones normativas que, nuevamente a nuestro parecer, debiesen tener cabida dentro de la normativa que regula al *equity crowdfunding*. Este capítulo finalizará con una compilación de propuestas que, a nuestro juicio, presentan las más altas probabilidades de alcanzar los objetivos de una regulación que permita promover e impulsar los beneficios asociados a este mecanismo de financiamiento sin dejar de lado un adecuado control de los riesgos inherentes al mismo.

⁷ Hornuf & Schwienbacher, 2017 p. 580.

⁸ Pekmezovic & Walker, 2016 p. 443.

CAPÍTULO I: EQUITY CROWDFUNDING Y SU SITUACIÓN ACTUAL EN CHILE

1. Crowdfunding y sus distintas variantes

Definir al crowdfunding, afortunadamente, no es una tarea demasiado compleja. La doctrina y distintas organizaciones y organismos, tanto nacionales como internacionales, públicos o privados, han aportado con distintas definiciones del término.

Destacamos, por ser bastante general y acertada, la descripción realizada por David Lavinsky: “El crowdfunding consiste en que un grupo de personas financie colectivamente una causa. Esa causa puede ser desde el pago de facturas médicas o una boda hasta el rodaje de una película o la creación o el crecimiento de un negocio. Hasta cierto punto, el crowdfunding ha existido siempre y es la base de la mayoría de las recaudaciones de fondos sin ánimo de lucro. Pero debido a la reciente aparición de dos plataformas de Internet, el crowdfunding empresarial, o el uso del crowdfunding para financiar una empresa con ánimo de lucro, ha empezado a despegar.”⁹

Para dar una definición un tanto más concreta y certera al respecto, baste la definición realizada por Paul Belleflamme¹⁰, quien describe al crowdfunding como una “llamada abierta” a la comunidad a través de una plataforma digital con el objetivo de conseguir recursos financieros ya sea en la forma de donaciones o de algún tipo de recompensa.

⁹ Lavinsky, 2010 Recurso online. La traducción es nuestra, del original: “Crowdfunding is when a group of people collectively fund a cause. That cause could range from paying for medical bills or a wedding to filming a movie or starting or growing a business. To an extent, crowdfunding has been around forever and is the basis for most nonprofit fundraisers. But due to the recent advent of two Internet platforms, business crowdfunding, or using crowdfunding to fund a for-profit business venture, has started to take off.”

¹⁰ Belleflamme, Lambert, & Schwienbacher, 2014 Pp. 4.

Es posible distinguir distintos tipos de crowdfunding dependiendo de la naturaleza que revista el aporte realizado por los agentes de la comunidad en que se ha hecho esta llamada abierta. Así tenemos, una primera clasificación entre crowdfunding financiero *-investing-* y no financiero *-donation-*¹¹.

Luego, dentro del llamado *Crowdfunding* no financiero, distinguimos *Crowdfunding* de donación *-donation based-* y de recompensa *-reward based-*. En el primero, el solicitante espera que la comunidad realice una mera liberalidad y, por consiguiente, no ofrece nada a cambio de los aportes solicitados. Mientras que, en el segundo modelo, el solicitante invita a la comunidad a realizar el aporte de recursos financieros mediante la promesa de algún tipo de recompensa.

Por otra parte, respecto del *Crowdfunding* financiero, distinguimos, primero, el *Crowdfunding* de préstamo o por vía de deuda *-lending or debt based-*, que se caracteriza por tratar el aporte de la comunidad como un préstamo realizado al solicitante del crowdfunding, y por tanto los aportes son considerados una inversión que producirá un interés determinado; y segundo, distinguimos el *Crowdfunding* por vía de capital o de emisión de acciones o de inversión propiamente tal *-equity based-*¹², que se distingue de todos los demás puesto que (1) el solicitante debe estar organizado como una sociedad cuyo capital esté dividido en acciones, (2) los aportes realizados por la comunidad pueden y deben ser considerados un aporte de capital o una compraventa de acciones, y (3) los aportantes se transforman en accionistas de la sociedad solicitante.

2. Definición de Equity Crowdfunding

Para dar una mejor descripción del *equity* crowdfunding, es posible señalar que este es un proceso en el que intervienen a lo menos tres actores con distintos roles.

En primer lugar, debe existir una persona o conjunto de ellas, organizada como sociedad de capital, la que tendrá que realizar una campaña de financiamiento mediante la publicación de su modelo de negocio aparejado a una solicitud de fondos,

¹¹ Banco Mundial, 2013, p. 20-21.

¹² En este trabajo utilizaremos los términos anglosajones sin ser traducidos dada su amplia aplicación, tanto en literatura nacional como internacional.

todo a través de una plataforma digital pública y, a cambio de los fondos solicitados y finalmente obtenidos, emitirá o venderá acciones para todos quienes hayan realizado aportes.

En segundo lugar, es necesaria la existencia de una plataforma digital que permita la publicación de dicha solicitud de financiamiento y que además actúe como intermediario entre las sociedades solicitantes de fondos y los inversionistas.

En tercer y último lugar, deben existir inversores dispuestos a aportar el capital solicitado, convirtiéndose en razón de ello en socios de la sociedad que ha lanzado la campaña de financiamiento mencionada.

3. Agentes involucrados en el Equity Crowdfunding

3.1 Entidad financiada

a. Generalidades

Es necesario señalar que el advenimiento de los medios digitales, en conjunto con la masificación del acceso a internet, ha posibilitado la proliferación de las campañas de financiamiento que utilizan este mecanismo. Según Lavinsky, el *Crowdfunding* ha existido desde hace bastante tiempo como práctica financiera¹³, sin embargo, han sido las nuevas tecnologías las que han permitido que ésta se popularice y sea conocida por un amplio espectro de la sociedad.

En ese sentido, tanto la doctrina¹⁴ como el legislador¹⁵ han logrado determinar la existencia de fallas del mercado financiero tradicional, las que se traducen en barreras para el acceso al financiamiento para cierto grupo de empresas, en particular las denominadas Pymes y MiPymes¹⁶, es decir las pequeñas y medianas empresas

¹³ Lavinsky, 2010. Recurso online.

¹⁴ Goldberg & Palladini, 2008, p. 19. Véase también Jequier Lehuedé, 2012, p. 39.

¹⁵ Así se puede leer en el Mensaje que el ejecutivo envió al Congreso Nacional respecto de la Ley N° 20.179 (D.O. de 20 de junio de 2007).

¹⁶ En adelante, al utilizar el término Pyme en este trabajo, se tendrán por incluidas las micro Pymes.

(“Pymes”). Consecuencia de lo anterior es que las empresas mencionadas se han visto en la necesidad de buscar nuevas alternativas de financiamiento, cuestión que también ha tenido incidencia en la creciente importancia que el *crowdfunding* ha ido adquiriendo en los últimos años.

Entre las mencionadas fallas encontramos la falta de garantías que presenta este grupo de sociedades, en el sentido de que normalmente este tipo de entidades no cuenta con bienes o activos suficientes que les permita asegurar el cumplimiento de sus obligaciones contraídas con miras a financiarse, lo que produce el rechazo de los créditos solicitados a la banca financiera con dicho fin; las asimetrías de información financiera entre la Pyme y el agente financiador, lo que se traduce en un mayor costo y plazo de obtención de los créditos; la desviación de fondos hechas por las Pymes, hacia inversiones desconocidas por el agente financiador o no relacionadas con el crédito otorgado, lo que se traduce en un mayor costo y escasez del mismo; la imposibilidad, por regla general, que tienen las Pymes de acceder al mercado de valores; la banca tiende a contar con herramientas inadecuadas para el análisis de riesgos para este segmento, tratándolas en consecuencia con estándares destinados a entidades con características distintas y de una envergadura y robustez financiera considerablemente mayor, lo que deriva en una desproporción entre el poder de negociación del agente financiador y la Pyme, razón por la cual se les imponen condiciones unilaterales de pago, sistemas de descuentos y multas, entre otras condiciones desfavorables, y por consiguiente reduce la calidad del financiamiento y su costo; por último, la banca tiende a caracterizar a este sector empresarial como uno de alto riesgo, razón por la cual las tasas de sus créditos y plazos se ven considerablemente reducidos.

Todas las fallas del mercado financiero ya mencionadas se configuran como un conjunto de desincentivos para que dicho sector empresarial busque financiarse a través del mercado financiero y bancario tradicional. A *contrario sensu*, tales fallas se traducen en un verdadero incentivo para buscar mecanismos alternativos de financiamiento.

Es dentro de dicho escenario que las Pymes se configuran como los principales entes financiados a través del *equity crowdfunding*, tanto a nivel nacional como internacional. No es menor que nuestra prensa nacional mencione esta alternativa

constantemente como una opción ‘amigable’ para las *start ups*¹⁷, incluso llegando a identificar “la falta de legislación, las confianzas por parte de los consumidores y la búsqueda de inversionistas”¹⁸ como los problemas más inmediatos que enfrentan estas empresas al utilizar tales mecanismos financieros.

También podemos mencionar que, dentro del ecosistema nacional, las empresas que optan por el *Crowdfunding* como método alternativo de financiamiento tienden a elegir tanto el *debt crowdfunding* como el *equity crowdfunding*¹⁹. De ahí se sigue el éxito que han amasado las plataformas de financiamiento colectivo Cumplo (*debt*), Uper (*equity*) y Broota (*equity*).

Por último, es menester indicar que a nivel internacional la literatura científica también ha dado cuenta de la relación entre el tipo y características de la empresa que busca financiarse y el mecanismo de financiamiento elegido, y en particular la relación existente entre SME’s (anglicismo para Pyme), *start ups* y *equity crowdfunding*. En ese sentido, Eldrige et al. (2021) hace referencia a que, si bien la cantidad de estudios sobre dicha relación no son extremadamente abundantes, de todas formas, podemos encontrar publicaciones que tratan: “(i) el costo del *crowdfunding* para las SMEs (Kuzma 2015), (ii) el *crowdfunding* como un mecanismo de financiamiento para las SME’s (Cichy and Gradon 2015), y (iii) el modelo de *crowdfunding* que mejor apoye a las SME’s (Naudé 2010)”²⁰.

¹⁷ Si bien no existe una definición doctrinaria del término *start up*, podemos señalar que dentro de dicho concepto se incluyen todas las empresas que tengan una “edad”, es decir, la cantidad de tiempo que ha pasado desde que iniciaron sus actividades comerciales, no menor a seis (6) meses y no mayor a dos (2) años. Considerando que la mayoría de las empresas que cumplen con dichas características también comparten las particularidades de una Pyme (cantidad de empleados, flujos de capital, entre otros), ambos términos se presentan como intercambiables entre sí, aunque no por ello sinónimos. En razón de lo anterior, en este trabajo serán tratados de forma tal que no se hará distinción entre uno y otro, salvo cuando sea necesario. Sin perjuicio de lo anterior dejamos patente la distinción en cuanto el término *start up* se refiere a una etapa de la vida de una empresa, mientras que el concepto Pyme hace alusión al tamaño de dicha empresa.

¹⁸ El Mercurio, 2019 Recurso online.

¹⁹ El Mercurio, 2018 Recurso online.

²⁰ Eldrige, Nisar, & Torchia, 2021, p. 4.

b. Estructura societaria

Mencionábamos como una característica principal del *equity crowdfunding* el hecho de que la persona o conjunto de personas que realizan la solicitud de fondos debe estar organizada como una sociedad de capital. Esto se debe a que es la organización del capital de la sociedad en acciones que lo representen, lo que permitirá que se realice la operación esencial del *equity crowdfunding*, es decir, el intercambio entre entidad solicitante e inversionistas, la entrega de fondos a cambio de una participación en la sociedad y sus ganancias futuras, operación que es posible gracias a la transferencia del dominio de tales acciones. Además del hecho de que la sociedad solicitante, al realizar esta “llamada abierta”, no le está otorgando mayor relevancia a la persona de sus futuros socios, sino que más bien prima el aporte que estos van a realizar.

En Chile podemos encontrar las siguientes clases de sociedades de capital: primero, las sociedades anónimas (“SA”), tanto abiertas como cerradas; y, segundo, las sociedades por acciones (“SpA”). Adelantando las conclusiones de este acápite, y en atención a la rigidez propia de las SA, es de nuestro parecer que son las SpA las predilectas para el emprendimiento en nuestro país, ya sea que este se financie a través del *equity crowdfunding* o no.

Señala el legislador, en el mensaje de la Ley N° 20.190, que “...proveer de mecanismos flexibles de organización societaria y de fomento, de fácil acceso, de bajo costo, eficientes y que distribuyan los riesgos de manera transparente, permitirá garantizar que no sólo los grandes proyectos de inversión se concreten, sino que también las buenas ideas se transformen en proyectos reales de producción...”²¹.

Entonces, entendiendo las necesidades corporativas del *equity crowdfunding*, y teniendo en consideración los fines para los cuales fueron creadas las SpA, creemos pertinente revisar como las ventajas de este tipo societario se alinean satisfactoriamente con dichas necesidades.

En ese sentido, mencionaremos ventajas de las SpA referentes a la cantidad de socios requeridos para su constitución, sus formalidades de constitución, la

²¹ Congreso Nacional de Chile, 2003 p. 5.

estructuración del capital social, la importancia de la persona de los socios (sociedades de capital), responsabilidad de los socios por actos societarios y administración de la sociedad, entre otras, las que en resumen dan forma a la principal ventaja de estas sociedades: su flexibilidad.

b.1 Ventajas de las Sociedades por Acciones

Primero, las SpA, pueden ser constituidas por una sola persona, de acuerdo con lo señalado por el inciso primero del art. 424 del CCOM, permitiendo por ello la creación de sociedades unipersonales en nuestro ordenamiento jurídico, cuestión que solo fue posible una vez publicada la Ley N° 20.190. Este cambio en el concepto de sociedad permitió que, en general, personas que no tengan a terceros de confianza o que no tengan el impulso o los medios para asociarse con otras personas, puedan emprender en solitario.

En ese mismo sentido, el artículo 424 del CCOM, al mencionar que una SpA puede ser constituida por una o más personas, nos parece estar ampliando tácitamente el concepto de sociedad establecido por el artículo 2053 del Código Civil, configurándose como la única excepción a la regla general consagrada por dicho artículo, toda vez que tal disposición legal establece que las sociedades sólo pueden ser creadas por dos más personas. Es precisamente esa excepción la que permite que otras sociedades puedan emprender sin la necesidad de tener que asociarse nuevamente con sus propios socios o empleados, ni tampoco asociarse a terceros.

Segundo, en cuanto a formalidades este tipo societario se ve beneficiado por la flexibilidad que el legislador les ha entregado a los socios. Partimos por el hecho de que pueden ser constituidas a través de documentos privados autorizados ante Notario y luego protocolizados en el libro del repertorio del Notario autorizante, formalidad consagrada en el artículo 425 del CCOM, cuestión que no sólo flexibiliza su creación, sino que también atiende a un criterio económico, reduciendo el costo de creación.

Sin embargo, pese a la flexibilización en la constitución de las SpA, éstas siguen compartiendo ciertos aspectos de las solemnidades de publicidad exigibles a

los actos de constitución de otros tipos societarios, esto es la publicación de un extracto de la escritura pública -o documento privado autorizado y protocolizado- autorizado por el Notario respectivo que participó en el acto constitutivo en el Diario Oficial y la inscripción de dicho extracto en el Registro de Comercio del Conservador de Bienes Raíces competente, solemnidades que deben ser realizadas dentro del plazo legal establecido en el artículo 426 del CCOM, el cual fue modificado por la Ley N° 21.608, y ampliado de 30 a 60 días, por lo que en definitiva dicha solemnidad se equipara, en lo formal, con la impuesta a las sociedades anónimas en el artículo 5 de la Ley N° 18.046 (Ley de Sociedades Anónimas o “**LSA**”).

No obstante lo anterior, el legislador a través de la Ley N° 20.659, que creó el denominado Régimen Simplificado, permitió que este tipo de sociedades sean constituidas sin la necesidad de que los socios acudan a una Notaría a firmar el documento privado de constitución, siempre y cuando éstos cuenten con Firma Electrónica Avanzada. Este nuevo sistema ha traído consigo un nuevo nivel de simplificación de la constitución de sociedades en general en nuestro ordenamiento jurídico, lo que resultó en una disminución considerable de costos y tiempos en los trámites necesarios para que emprendedores puedan desarrollar sus *start ups*, al punto que mensualmente a través de dicho sistema se crean alrededor de 9.000 a 10.000 sociedades²². En otras palabras, es posible notar con claridad la predilección de los emprendedores por el Régimen Simplificado por sobre el sistema tradicional, sin perjuicio de que este último permita mayor libertad a los accionistas a la hora de definir sus estatutos, de acuerdo con las ventajas que a continuación examinamos.

En ese sentido, el legislador ha dotado a las SpA de características invaluable para los emprendedores: flexibilidad y libertad. Lo anterior quedó plasmado y consagrado en el artículo 424 del CCOM, en su inciso segundo, el que permite a los accionistas establecer con total libertad en los estatutos de la SpA, las normas sociales que los regirán, con la única excepción de lo señalado en el párrafo octavo de dicho Código. Luego, y solo frente al caso de que los estatutos no regulen alguna materia, serán aplicables en forma supletoria las normas aplicables a las sociedades anónimas cerradas (“**SAC**”), sin embargo, si la naturaleza de las demás disposiciones del estatuto o del párrafo octavo del CCOM son contrarias a las normas de las SAC,

²² Laibe Sáez, 2020, p. 67.

el legislador señala que se deben preferir las primeras por sobre las segundas. Lo anterior implica que, para las SpA, la autonomía de la voluntad de los socios solo se encuentra limitada por las normas de los artículos 424 a 446 del CCOM. En otras palabras, el orden de prelación para la aplicación de normas a cualquier circunstancia suscitada en el seno de una SpA debe ser: primero, la aplicación de lo estipulado en los estatutos sociales; segundo, ante el silencio de los estatutos, se deben aplicar los artículos 424 a 446 del CCOM; y tercero, siempre que no sean contrarias a las normas anteriores, se deben aplicar las normas aplicables a las SAC²³.

Esta flexibilidad se hace patente, en principio respecto del capital de las SpA. Primero los socios pueden decidir libremente si emitir títulos físicos o no de las acciones en las cuales se divide el capital social, permitiendo a los socios fundadores dejar de lado la práctica tradicional de emitir acciones físicas.

Segundo, el legislador ha dado mayor libertad para la creación de acciones con distintos tipos de derechos, motivo por el cual pueden coexistir en una SpA acciones sin derecho a voto, acciones con derecho a voto limitado y acciones con derecho a voto múltiple. Este último tipo de acción reviste particular importancia pues para las SA las acciones con derecho a voto múltiple se encuentran expresamente prohibidas por el inciso segundo del artículo 21 de la LSA. De igual modo, dentro de la libertad para la creación de distintos tipos de acciones, cabe la posibilidad de que durante la vigencia de la sociedad se emitan series de acciones que se encuentren conectadas con solo 1 proyecto de inversión y con derecho a voto limitado sólo a dicho proyecto de inversión, cuestión que toma particular importancia también respecto de la repartición de las ganancias o pérdidas, pues para tales acciones podría establecerse en los estatutos la posibilidad de seguir sólo las ganancias y pérdidas de ese proyecto en particular y no las del total de la sociedad²⁴.

Y, tercero, la forma o medio de pago del capital a enterar puede ser decidido con absoluta libertad por los socios, sin límite alguno, a diferencia de otras sociedades en las que el legislador ha prohibido la emisión de ciertos tipos de acciones; esto repercute en el hecho de que los socios fundadores al constituir una SpA o los accionistas al momento de modificarla, podrían pactar la creación o emisión de

²³ Romero Rodríguez, 2012, p. 237.

²⁴ Puga Vial, 2011, pp. 729 y 730.

acciones de industria, cuya emisión se encuentra prohibida para las SA por el artículo 13 de la LSA. Lo anterior no es baladí, toda vez que la aplicación de la LSA a las SpA es supletoria y por lo pronto el legislador no ha plasmado una prohibición expresa al respecto, por lo que consideramos es posible su creación o emisión en las SpA atendido el principio de la Autonomía de la Voluntad. Al respecto el profesor Puga Vial señala: “Pero además pensamos que si no existe la prohibición expresa en el Código de Comercio ello puede no ser un accidente, pues estas sociedades se concibieron para generar proyectos innovadores atractivos para los capitales de riesgo, en que el "emprendedor" es dueño de ideas, productos o proyectos atractivos y de capacidad técnica para implementarlos, pero pobre en capital. A ese emprendedor nada mejor que pagarle con acciones de industria por las que se remunere su trabajo. Por eso es que muy en la línea de la razón de ser de estas sociedades, nos parece perfectamente legítimo que se emitan acciones de industria o de organización”²⁵.

Luego, también encontramos flexibilidad respecto del capital en la cesión y transferencia de acciones. Las SpA fueron concebidas desde un principio como sociedades de capital²⁶. Esto significaría que las personas de los socios o accionistas, y las vicisitudes que les puedan acaecer, no tienen una mayor relevancia para la existencia jurídica de la sociedad, toda vez que este tipo societario sería *intuitio pecuniae* y no *intuitio personae*²⁷. La reunión de un fondo común más importante que las personas que lo proporcionan²⁸ le permite al legislador otorgar flexibilidad a esta sociedad al momento de traspasar el dominio de las acciones que representan el capital de la misma. Esto redundaría en que la normativa aplicable no regula la forma y/o formalidades que puedan ser necesarias para realizar la cesión de acciones de una persona a otra, permitiendo que los derechos sociales sean libremente transferibles.

De este modo, nuevamente los socios fundadores al momento de constituir una SpA, o los accionistas al modificarla, pueden establecer la modalidad de cesión con total libertad, siempre y cuando no contravengan las normas del párrafo octavo

²⁵ Puga Vial, 2011, p. 734.

²⁶ Cuestión evidente desde que fueron creadas por la Ley 20.190, que buscaba, como ya se ha mencionado previamente, modernizar el mercado de capitales y mejorar las condiciones para la proliferación del capital de riesgo, a través de mecanismos que permitieran una mayor flexibilidad en la entrada y salida de inversionistas en sociedades de inversión.

²⁷ Puelma Accorsi, 2011, Tomo II, p. 462.

²⁸ Puelma Accorsi, 2011, Tomo II, p. 462.

del CCOM, en particular la del artículo 446, que hace un tratamiento especial que hace de la cesión de acciones en una SpA.

Si nada dicen los estatutos, la cesión de acciones de una SpA se verá reglada por, además del artículo 446 CCOM, por el artículo 38 del Reglamento de Sociedades Anónimas (“**Reglamento**”), consagrado mediante Decreto Supremo N° 702 de 2011. En el Reglamento el legislador estableció distintas solemnidades optativas para el acto jurídico de cesión de acciones de las sociedades anónimas, es decir, los accionistas deben optar por alguna de las solemnidades establecidas en dicho artículo para que la cesión sea válida, a saber:

- i. Instrumento privado, suscrito por cedente y cesionario ante notario público;
- ii. Instrumento privado, suscrito por cedente y cesionario ante 2 testigos mayores de edad por cada parte, es decir, ante un total de 4 testigos;
- iii. Instrumento privado, suscrito por cedente y cesionario ante un corredor de bolsa;
- iv. Mediante la suscripción de una escritura pública; o,
- v. Mediante su cesión a través de una bolsa de valores.

Sin perjuicio de lo anterior, frente al caso de que los estatutos de una SpA se aparten de las solemnidades exigibles a las sociedades anónimas, el legislador ha previsto un tratamiento especial para el traspaso de acciones de una SpA en el artículo 446 del CCOM. El requisito en cuestión es la realización de una declaración del cesionario, en el título translaticio que origina la cesión de las acciones, en la que señale conocer la normativa aplicable, el estatuto de la sociedad y las protecciones que la ley y los estatutos establecen para sus intereses. Si bien la omisión de este requisito no anula la cesión, sí hace responsable al cedente de cualquier perjuicio que la omisión provoque al cesionario, por lo que claramente constituye una protección a los nuevos inversionistas²⁹. Este requisito no es baladí, puesto que en los estatutos de las SpA reina la autonomía de la voluntad de los socios por sobre las normas legales de las SA, las que son aplicables sólo en forma supletoria ante el silencio de los estatutos, por lo que el legislador encontró necesario compeler a los nuevos

²⁹ Pinochet Aubele, p. 66

inversionistas para que estos conozcan en detalle las normas que regirán su relación con la sociedad.

Luego, las SpA también mantienen la ventaja con la que cuentan las sociedades de responsabilidad limitada y las SA, cual es la limitación de la responsabilidad de los socios al monto de sus aportes de capital a la sociedad. Esta limitación de responsabilidad también es un eco de lo que las legislaciones de países como Estados Unidos, Francia y el Reino Unido³⁰, realizaron al momento de flexibilizar su normativa societaria en pos de un mercado de capitales más dinámico que permitiera: (1) la limitación de responsabilidad de los miembros por las deudas sociales; (2) la flexibilidad para configurar la estructura interna de gobierno y administración; y (3) un régimen tributario de un escalón³¹.

Por último, en cuanto a la administración de las SpA se refiere, podemos mencionar que el legislador nuevamente le entrega total libertad a sus accionistas para decidir qué forma tendrá el gobierno corporativo de la sociedad, y por ello se puede señalar que “en este ámbito prima el principio de derecho privado de que todo está permitido excepto aquello prohibido por las leyes o contrario al orden público o a las buenas costumbres, a condición, siempre, de que todo esto esté regulado en los estatutos”³². Esta libertad se traduce en una clara ventaja para nuevos emprendimientos, esta es, la posibilidad de establecer reglas de administración a la medida de cada circunstancia o situación para cada emprendimiento, persona, modelo de negocio, etc.

Lo anterior, sumado a las otras ventajas propias de la flexibilidad, como las relativas al capital social, puede dar lugar a la creación de sistemas de administración internos de la sociedad que se encarguen solo de la votación de ciertos proyectos de inversión, o que solo digan relación con ciertas acciones preferentes.

Esto es notablemente distinto a la situación de las SA, tanto abiertas como cerradas, las que por contraste con las SpA resultan ser inflexibles, toda vez que la

³⁰ Caballero Germain & Pardow, 2020, p. 306 y 307.

³¹ Whittaker & Machel KC, 2009, p. 392.

³² Puga Vial, 2011, p. 735.

LSA establece la obligación legal de que el gobierno corporativo las SA tengan un directorio compuesto por, al menos, tres personas³³.

Ahora, pese a toda la flexibilidad entregada por el legislador, la práctica comercial chilena ha tendido a establecer administraciones convencionales típicas de las sociedades de personas con tal de simplificar la burocracia interna de la sociedad, pese a que ello pueda generar problemas dogmáticos³⁴. Sin embargo, nada obsta a que la misma práctica comercial resuelva dichos problemas anticipadamente en los estatutos sociales.

En ese sentido es importante considerar que, anticipándose a una paralización de la sociedad, por falta de creación de la voluntad social, los estatutos de una SpA y la práctica comercial, pueden establecer mecanismos que resuelvan dichas paralizaciones, sometiéndose a la voluntad de un tercero, independiente de si consideramos dicha situación como arbitraje propiamente tal o no³⁵, por lo que nuevamente la flexibilidad otorgada a las SpA brilla como una ventaja para nuevos emprendedores, sin perjuicio de que se pueda argumentar que, para el caso particular del arbitraje, esta característica también es compatible con otros tipos societarios³⁶, lo que para el caso de las SpA está fuera de discusión gracias a la norma del artículo 424 del CCOM.

b.2 Predilección por las SpA en el *equity crowdfunding*

Es en razón de las ventajas ya mencionadas que, desde la perspectiva del *equity crowdfunding*, la estructura societaria de las SpA es preferible por sobre la estructura propia de las sociedades anónimas, ya sean abiertas o cerradas.

Así tenemos que las sociedades anónimas, y en particular las sociedades anónimas abiertas (“**SAA**”), se perfilan como una opción más costosa no solo en términos económicos, sino que también en cuanto a formalidades y burocracia tanto

³³ Artículo 31 LSA.

³⁴ Caballero Germain & Pardow, 2020, p. 318.

³⁵ Carazo Liebana, 2005, p. 50. Para esta autora, mientras no exista voluntad social no existe controversia entre las partes, por lo que las diferencias que se susciten en tal circunstancias no estarían amparadas por dicho mecanismo.

³⁶ Romero Rodríguez, 2012, p. 230.

estatal como de administración interna, debido principalmente a que estas sociedades tienen obligaciones de registro, publicidad y otras similares, propias de la regulación del mercado de valores, al mismo tiempo que tienen que cumplir con normas obligatorias de gobierno corporativo que son propias de grandes corporaciones. Este mayor costo se traduce en que los socios fundadores de una *start up*, que busquen financiarse a través del *equity crowdfunding*, serán reticentes a escoger tales tipos societarios.

Ahora bien, lo anterior no es cierto para las SAC. Esto pues tales sociedades no se encuentran sometidas a las mismas obligaciones de registro, publicidad y demás normas propias del mercado de valores a las cuales sí están sometidas las sociedades anónimas abiertas y especiales reguladas por la LSA, en lo que se incluye el hecho de que tampoco se encuentran reguladas por la Comisión para el Mercado Financiero.

Desde tal perspectiva las SAC se perfilarían como una buena alternativa para *start ups* que busquen constituirse mediante el *equity crowdfunding*, dado su menor costo económico y burocrático. Sin embargo, no es posible dejar de lado que la LSA regula con “*cercana intensidad*”³⁷ los 3 tipos societarios que establece, lo que evidentemente incluye a las SAC. Dado lo anterior no es posible olvidar que las SAC siguen estando rígidamente reguladas en cuanto a su capital y tipo de acciones que pueden o no ser emitidas, administración de la sociedad, cantidad de socios, formalidades, solemnidades y requisitos de constitución, entre otras. En otras palabras, si bien las SAC son menos costosas que las sociedades anónimas abiertas, de todas formas, siguen siendo rígidamente reguladas en comparación con las ampliamente flexibles SpA, cuya principal ventaja radica en poder acomodarse “a la medida” de las necesidades de los socios fundadores que buscan financiarse a través del *equity crowdfunding*.

Por consiguiente, queda de manifiesto como las SpA se perfilan como la opción predilecta para las Pymes en etapa de *start up* que opten por financiarse con el mecanismo en estudio.

³⁷ Vásquez Palma, 2013, p. 407.

Todo lo anterior debe entenderse sin perjuicio de que pueden darse casos en que, la sociedad que busque financiarse a través del *equity* crowdfunding, o sus socios para estos efectos, prefieran optar por constituir una sociedad anónima, o hacer propias las normas que regulan a las SAA y SAC en los estatutos sociales de una SpA, anticipándose a la necesidad de tener que transformar su sociedad.

Esto último puede deberse a que las expectativas de los fundadores los hagan creer que su *start up* organizada como SpA cumplirá prontamente con todas las condiciones que, de acuerdo con el artículo N° 2 inciso segundo de la LSA, obligan a las SAC a inscribirse en el Registro de Valores de la Ley N° 18.045 (“**LMV**”) y a transformarse en una SA. Dicha expectativa nace de la norma del artículo 430 del CCOM, que establece la misma obligación para las SpA, es decir, si una SpA cumple con tales condiciones, dicha sociedad se transformará por solo ministerio de la ley en una sociedad anónima, prevaleciendo las normas de la LSA y la LMV por sobre los estatutos sociales, motivo por el cual todo tipo de “traje a la medida” hecho en los estatutos sociales perdería validez. Dicha condición, de acuerdo con lo señalado por el inciso segundo del art. N° 2 de la LSA, es contar durante 12 meses consecutivos con más de 2.000 accionistas inscritos en el registro de accionistas de la sociedad.

Luego, también es necesario considerar que pueden existir fundadores que quieran cumplir con el mayor costo que implica constituir una SAA, en atención a que tales sociedades pueden inscribir sus acciones en el Registro de Valores de la LMV y solo se puede hacer oferta pública de valores, de acuerdo con lo señalado por el artículo 6 de la LMV: “Sólo podrá hacerse oferta pública de valores cuando éstos y su emisor, hayan sido inscritos en el Registro de Valores”. Sin embargo, consideramos que no es necesario incurrir en tal mayor costo, toda vez que la misma LMV en su artículo 4 entrega a la CMF amplias facultades para determinar mediante una NCG qué tipos de ofertas de valores constituyen o no ofertas públicas, en atención “...al número y tipo de inversionistas a los cuales se dirigen, los medios a través de los cuales se comunican o materializan y el monto de los valores ofrecidos”.

A mayor abundamiento, la NCG N° 336 de 2012, modificada por la NCG N° 452 de 2021, ambas emitidas por la CMF, definen en concreto los requisitos copulativos que deben cumplir las ofertas de valores para que no sean consideradas como públicas, a saber:

- i. Cumplir con las secciones III y IV de la NCG 336;
- ii. No se realicen mediante medios masivos de difusión; y,
- iii. Que se verifique a lo menos 1 de las siguientes condiciones:
 - a. Que sean dirigidas a Inversionistas Calificados de aquellos señalados en los números del 1 al 6 de la Sección II de la Norma de Carácter General N° 216 de 2008;
 - b. Que sean dirigidas a no más de 250 Inversionistas Calificados de aquellos señalados en los números 7 y 8 de la Sección II de la Norma de Carácter General N° 216 de 2008, mediante una o varias ofertas sucesivas, en el plazo de 12 meses contados desde la primera de las ofertas. Para estos efectos, podrán incluirse dentro de los 250 destinatarios, un máximo de 50 inversionistas que no tengan la calidad de Inversionista Calificado; o,
 - c. Que sean dirigidas a un máximo de 50 inversionistas que no tengan la calidad de Inversionista Calificado.

De igual modo, mediante la NCG N° 452 de 2021, la CMF exceptuó a diversas ofertas que sí son públicas de la obligación de registro en el Registro de Valores, a saber:

- i. Aquellas cuyos valores sólo podrán ser adquiridos por inversionistas calificados;
- ii. Aquellas efectuadas en bolsas de valores nacionales, siempre que el monto total acumulado a ser captado por el emisor u oferente en los 12 meses siguientes a la primera oferta efectuada en bolsa, no supere el equivalente a 100.000 unidades de fomento, y que el oferente o el emisor cumpla las exigencias de información que la bolsa respectiva haya establecido en protección de los inversionistas para efectuar la oferta correspondiente;
- iii. Aquellas que establecen como requisito para perfeccionar cada operación, que el inversionista adquiera al menos el 2% del capital del emisor de los valores;
- iv. Aquellas cuya finalidad es compensar a los trabajadores del emisor de los valores, o de su matriz, filiales o coligadas, independiente que la oferta verse sobre participaciones de un vehículo de inversión colectiva

cuya principal inversión son instrumentos representativos del capital de aquellos; y,

- v. Aquellas que versan sobre valores que conferirán a sus adquirentes el derecho a membresía, uso o goce de las instalaciones o infraestructura de establecimientos educacionales, deportivos o recreacionales.

Son tales normas emitidas por la CMF las que nos llevan a reforzar la conclusión de que para aquellos fundadores de una *start up* que busque financiarse con el mecanismo en estudio, las SpA siguen siendo el mejor vehículo, gracias a que son menos costosas que una SAA y la oferta hecha a los inversionistas puede ser ajustada de forma tal que no sea considerada una oferta pública, para así evitar la regulación más estricta y onerosa de la LMV

c. Actividad Comercial

Si bien no existen estudios científicos relacionados con las actividades comerciales que desarrollan las empresas financiadas a través del *equity crowdfunding*, en el sentido de que no se han realizado investigaciones que determinen a qué rubros de la industria pertenecen y en qué cantidades, sí existe la creencia de que el *equity crowdfunding* puede convertirse en una herramienta de promoción para proyectos económicos centrados alrededor del concepto del desarrollo sostenible.

Dicha creencia estaría basada en la presunción de que, el inversionista que utiliza el *crowdfunding*, mantiene como prioridad el beneficio comunitario, dejando en segundo plano el beneficio personal³⁸, suposición que tendría asidero en la teoría del resplandor cálido³⁹, puesto que el beneficio de la comunidad *irradia* un beneficio personal.

En ese sentido se ha logrado probar que, aquellas campañas de *equity crowdfunding* que tienen una marcada orientación hacia el aspecto ambiental del desarrollo sostenible, consiguen convencer a una mayor cantidad de inversionistas y,

³⁸ Lam & Law, 2016 p. 19.

³⁹ Andreoni, 1990 p. 473-474.

por consecuencia, tienen una mayor probabilidad de ser exitosas⁴⁰. Ahora bien, también se ha demostrado que las empresas financiadas con este mecanismo, a través de campañas y proyectos que buscan beneficiar al medio ambiente, rara vez comunican sus logros medioambientales y, las pocas veces que lo hacen, la información que proporcionan es deficiente⁴¹.

Así mismo, se ha logrado verificar que, además del éxito de campañas relacionadas con el desarrollo sustentable, proyectos con productos más tangibles también tienen mayores probabilidades de conseguir una campaña de crowdfunding exitosa; además, un amplio porcentaje de estas compañías logran mantener una vida financiera saludable con posterioridad a las campañas exitosas; luego, las mujeres, en comparación con los hombres, también tienen una mayor probabilidad de obtener una campaña exitosa de crowdfunding y mantener financieramente saludables sus empresas tras dicha campaña, reduciendo las barreras de género para el acceso al capital; y que la donación de las utilidades de la sociedad financiada tiene un efecto positivo en la campaña de financiamiento, al mismo tiempo que manifiesta un efecto pernicioso en el desarrollo posterior de la empresa⁴².

Todo lo anterior, si bien no nos da una respuesta concreta de los rubros desarrollados por las empresas financiadas a través del *equity crowdfunding*, sí nos da luces respecto de aquellas áreas de la industria que tienden a tener una mayor cobertura y posibilidad de éxito al momento de realizar una campaña de financiamiento, al mismo tiempo que nos da pistas sobre las motivaciones y expectativas que pueden llegar a tener los inversores que las financian.

3.2 Intermediarios: Plataformas digitales

Tal y como hemos mencionado previamente, para hacer posible la oportunidad de utilizar el *equity crowdfunding*, las empresas deben ser capaces de darse a conocer y alcanzar a su público objetivo: sus futuros inversionistas y accionistas; para ello requieren de un medio, el que normalmente tomará la forma de una plataforma

⁴⁰ Hörisch & Tenner, 2020 p. 9.

⁴¹ Hörisch, 2019 p. 133.

⁴² Bento, Gianfrate, & Horst Thoni, 2019 p. 9.

digital, en la que las empresas puedan publicar sus ofertas de *equity* y su modelo de negocio, para así atraer inversionistas.

Usualmente estas plataformas se convierten en el lugar de reunión entre *start ups* e inversionistas, permiten que las campañas de financiamiento se desarrollen y concluyan satisfactoriamente y, en consecuencia, consiguen un beneficio económico derivado del éxito en la prestación del servicio de intermediario.

Al ser estos intermediarios los entes que se especializan en este mecanismo novedoso (*equity crowdfunding*), y que por consecuencia asesoran a quienes acceden a él, los legisladores alrededor del globo han ido centrando en ellos sus esfuerzos a la hora de normar este fenómeno. Esto queda claro al notar que la mayoría de las legislaciones se encargan de regular principalmente a los intermediarios, desde la perspectiva de los derechos de quienes accedan a sus servicios. En este sentido, la Ley Fintech, hace eco de dicha tendencia internacional y entrega un marco regulatorio para estos intermediarios, dejando el trabajo de regular en detalle la operación de estas entidades a la CMF, cuestión de la que hablaremos más adelante.

Es así como tenemos que, los legisladores internacionales, a diferencia del legislador nacional a través de la Ley Fintech utilizan el mecanismo del *sandbox* regulatorio para entregarle a estos sujetos regulados un espacio en el cual puedan encontrar un balance satisfactorio y eficiente entre las normas que reglan el servicio ofrecido y la libertad de acción de los intermediarios e inversionistas, es decir, entre la protección al inversionista y el incentivo suficiente a la inversión, incentivo necesario para que este tipo de mecanismos pueda florecer sin problemas.

Entendiendo el concepto de *sandbox* regulatorio como “un marco establecido por un regulador que permite a innovaciones Fintech llevar a cabo su negocio en un ambiente controlado, con volúmenes acotados y bajo una supervisión establecida para esos efectos”⁴³, es fácil entrever como las autoridades legislativas pueden aprovechar ese espacio controlado para ir “probando” distintas aproximaciones normativas dependiendo de las circunstancias que presente cada ente regulado.

⁴³ Jenik & Lauer, 2017 p. 1.

En ese sentido el White Paper publicado por la CMF en febrero de 2019, proponía dejar a cargo de la CMF la tarea de decidir el nivel de exigencia (en cuanto a requisitos se refiere) que será aplicado a cada entidad individualmente considerada, nivel que dependerá del nivel de riesgo a la fe pública que su modelo de negocio represente⁴⁴, situación que facultaría al ente regulador para poder determinar a discreción el balance necesario para cada caso particular.

Esta propuesta quedó finalmente plasmada en la Ley Fintech publicada a principios de 2023, consagrando un marco regulatorio que toma ciertos aspectos de los llamados *sandbox* regulatorios, pues le otorga a la CMF amplias facultades para que actúe aplicando los principios de proporcionalidad y modularidad, y así pueda determinar para cada caso particular el grado de requisitos que cada intermediario deberá cumplir.

La mención del balance entre normatividad y autonomía de las entidades reguladas (plataformas intermediarias, inversionistas y sociedades financiadas), y la apuesta de las legislaciones a nivel mundial de poder ajustar dicho balance de acuerdo a las necesidades de cada caso particular, no es baladí. Después de todo, ya ha quedado clara y asentada la tesis de que una regulación demasiado estricta reduce la posibilidad de escoger proyectos de inversión y de manejar posteriormente cada empresa, lo que en consecuencia retrasa los procesos de financiamiento y hace menos atractivo al ecosistema de economía colectiva⁴⁵. Es por eso que el Fondo Multilateral de Inversión, perteneciente al Grupo Banco para el Desarrollo Interamericano, ha enfocado parte de su marco regulatorio modelo, *The CCA Balanced Stakeholder Framework*TM, en la transparencia regulatoria y no en una normatividad estricta o extremadamente limitada⁴⁶. El enfoque basado pareciera estar dándole los mejores resultados a las economías de Gran Bretaña, Alemania y Francia, cuyas regulaciones tienden a ser más laxas⁴⁷.

Por último, cabe mencionar que es dicho enfoque más laxo en cuanto a regulación el que ha utilizado la CMF en el White Paper mencionado previamente, el que incluso llega a diferenciar distintas situaciones en las que se puede encontrar una

⁴⁴ Comisión para el Mercado Financiero, 2019 p. 38.

⁴⁵ Cicchiello, Pietronudo, Leone, & Caporuscio, 2021 p. 254.

⁴⁶ Multilateral Investment Fund part of the IDB Group, 2011, Recurso online.

⁴⁷ Whittaker & Machel KC, 2009, p. 392.

plataforma o intermediario dentro del *equity crowdfunding*, describiendo la cadena de valor completa presente en el mismo, e identificando certeramente el hecho de que una plataforma o intermediario puede ofrecer la cadena completa o sólo uno o algunos de sus eslabones, y que el riesgo a la fe pública dependerá de la cantidad de eslabones y del eslabón en particular que desarrolle.

Sin embargo, la Ley Fintech no ha recogido tales detalles en la regulación del *equity crowdfunding*, cuestión que veremos en detalle en el capítulo tercero.

3.3 Inversionistas: los futuros accionistas

Tal y como ya hemos señalado, el tercer grupo involucrado en el *equity crowdfunding* son los inversionistas dispuestos a aportar sus fondos, su capital, a cambio de una porción accionaria de la sociedad a financiar.

Si bien pareciera ser sumamente simple la operación mediante la cual este grupo se ve inserto dentro de este mecanismo, la realidad nos demuestra que eso no es así. Existen diversa literatura que da cuenta de la existencia de una multiplicidad de factores y consecuencias que concurren y se generan, con ocasión de este mecanismo de financiamiento. Esta complejidad, como ya mencionábamos, tiende a ser reducida a la pugna entre la protección (jurídica) al inversionista y el incentivo suficiente a la inversión.

En ese sentido, creemos importante destacar entre los factores que pueden ayudar a resolver esta problemática satisfactoriamente, los siguientes: riesgos asociados a las sociedades financiadas y los intermediarios; las asimetrías de información que se puedan generar entre los tres grupos identificados; las tendencias políticas, sociales y económicas de la sociedad (medio); y, las distintas motivaciones y estrategias económicas de cada uno de los agentes involucrados.

Uno de los riesgos más evidentes que enfrente este grupo de agentes se relaciona con la posibilidad de encontrarse frente a una sociedad a financiar que no esté desarrollando emprendimiento alguno, sino que solo sea una estafa. Afortunadamente, al menos respecto de aquellos proyectos de financiamiento con un

fuerte contenido de desarrollo sustentable en lo ambiental, este riesgo pareciera estar sustancialmente reducido⁴⁸.

Luego, dentro del último factor señalado, en específico las motivaciones de los inversionistas, es pertinente destacar que los agentes económicos no son objetos de estudio tan simples y sencillos como antaño la ciencia económica suponía. La idea de que los seres humanos son perfectamente racionales al momento de tomar decisiones económicas ha sido ampliamente discutida y cuestionada, desde lo que es el concepto de racionalidad⁴⁹, hasta la idea de que dicha racionalidad se condice con el “egoísmo” de cada agente⁵⁰. Incluso se ha podido demostrar que existen ciertos factores o situaciones que nos hacen tomar decisiones completamente ilógicas en situaciones que requieren de una elevada racionalidad, como lo es el aportar financiamiento a completos desconocidos a través de una plataforma en internet.

En ese orden de ideas, el por qué los inversionistas toman la decisión de arriesgarse audazmente en el mundo financiero es particularmente importante a la hora de poder congeniar y ponderar los dos objetivos que se encuentran en pugna a la hora de regular al *equity crowdfunding*. Lo anterior queda patente al revisar la cantidad no menor de literatura e investigación al respecto.

Desde las investigaciones alrededor del *crowdfunding*, tanto financiero (con objetivos ecológicos, medio ambientales o sociales) como no financiero, y sus relaciones con la teoría del resplandor cálido y el altruismo impuro de Andreoni⁵¹. Hasta las motivaciones propias del *equity crowdfunding* analizadas a través de la teoría de la señalización, donde ciertas actitudes de las sociedades a financiar se traducen en razones de peso para que los inversionistas tomen el riesgo y apuesten por una *start up*, tales como la retención de *equity*⁵² por parte de los fundadores de la *start up*; o a través de la teoría de la red social, en la que las conexiones sociales de los emprendedores (sociedad a financiar) ayudan a eliminar la incertidumbre que rodea al proyecto económico y además ayudan a atraer la atención de una mayor cantidad de inversionistas⁵³.

⁴⁸ Hörisch, 2019 p. 133.

⁴⁹ Sen, 1977 p. 336.

⁵⁰ Lave, 1962 p. 425.

⁵¹ Andreoni, 1990 p. 473-474.

⁵² Vismara, 2016 p. 583.

⁵³ Leyden, Link, & Siegel, 2014 p. 1155.

También es importante considerar motivaciones un tanto más alejadas de las teorías ya mencionadas, tales como el impulso que otorga conseguir retornos relativamente pronto⁵⁴, la importancia de la narrativa con la que los emprendedores (sociedad financiada) ofertan sus modelos de negocios⁵⁵, la percepción sobre la sustentabilidad del proyecto⁵⁶, el impacto de las redes sociales y el manejo del intercambio de información a través de las mismas hecho por los intermediarios (plataformas digitales)⁵⁷, la influencia de inversores líderes o modelo⁵⁸, y el tipo de relación jurídica que existirá entre los inversionistas y la sociedad financiada⁵⁹.

Todas estas teorías, motivaciones y variantes dentro del esquema del *equity crowdfunding* nos permitirán establecer diversos lineamientos jurídicos que permitan dar luces a la CMF sobre cómo abordar la materia. Sin embargo, por sí solas no son suficientes y por lo mismo revisaremos ejemplos y esfuerzos legislativos que nos puedan aportar mayores herramientas para ello.

4. Situación actual en Chile

4.1 Normativa aplicable

a. Antecedentes normativos

La CMF, entidad responsable del mercado financiero en Chile, emprendió en 2018 una iniciativa para discutir el marco jurídico de las Fintech en general, con un enfoque más general respecto del *equity crowdfunding*. Esta iniciativa resultó en la publicación de un White Paper que resume las perspectivas y recomendaciones de la autoridad sobre el tema, a través de una investigación exhaustiva que considera las recomendaciones de diversos organismos y analiza legislaciones internacionales. La CMF estableció ciertos pilares como principios rectores para guiar sus propuestas

⁵⁴ Baici, Capraro, & Zagler, 2017 p. 347.

⁵⁵ Manning & Bejarano, 2017 p. 214.

⁵⁶ Lam & Law, 2016 p. 19.

⁵⁷ Graziano, Battisti, Christofi, & Vrontis, 2021 p. 111.

⁵⁸ Shen, Ma, Zhang, Huang, & Fan, 2020 p. 8.

⁵⁹ Moedl, 2021 p. 949.

normativas, incluyendo la proporcionalidad, neutralidad tecnológica, integralidad, flexibilidad y modularidad⁶⁰.

Con posterioridad, durante el mes de noviembre de 2020 a CMF continuó aportando a la discusión normativa respecto del sector Fintech, incluyendo por tanto al *equity crowdfunding*, a través de la creación de un ante proyecto de ley enviado al Ministerio de Hacienda, para que fuese presentado ante el Congreso Nacional como proyecto de ley para la regulación del sector. En concreto, esta iniciativa normativa presenta una estructura sumamente similar a la Ley Fintech, adelantando incluso el tratamiento de conceptos clave, tales como el de instrumento financiero, a intermediación de estos, así como también se adelantan definiciones para las plataformas intermediarias y para aquellas entidades que realicen actividades de mercados secundarios de acciones. Sí es destacable de este ante proyecto el hecho de que haya previsto el tratamiento legal de garantías y patrimonios mínimos de las entidades reguladas, cuestión que tanto el White Paper como la Ley Fintech dejaron en manos de una normativa más específica y técnica de responsabilidad de la CMF.

Luego la Ley Fintech, promulgada tras la discusión legislativa iniciada por los antecedentes ya mencionados, incorporó varios de los principios mencionados en el White Paper de 2018, pero a la generalidad del sector Fintech. Sin embargo, dicha ley no incluyó un sandbox regulatorio, lo que a nuestro parecer es una oportunidad perdida para brindar flexibilidad a las entidades reguladas.

No obstante lo anterior, la Ley Fintech sí tuvo el acierto de encargar por mandato legal a la CMF, la creación de una norma específica que regule en detalle los requisitos a exigir a cada una de las distintas entidades Fintech reguladas.

En cumplimiento de dicho mandato legal y haciendo eco de una política normativa rica en principios republicanos y democráticos, la CMF durante el año 2023 organizó distintas instancias en las que hizo un llamado general a la ciudadanía para generar distintas mesas consultivas, en las que la autoridad discutió en conjunto con los actores el mercado Fintech, los requisitos que debían regular a estas entidades. Como resultado de dicho proceso público, participativo y transparente, la CMF emitió en octubre de 2023 una propuesta normativa que contenía gran parte de la regulación

⁶⁰ Comisión para el Mercado Financiero, 2019, p. 38 y ss,

que le encargó la Ley Fintech, con la salvedad de las materias referidas a la capacidad operacional, cuya normativa propuesta fue publicada a finales de 2023. Dichas propuestas normativas fueron presentadas por la CMF a una consulta pública, para la primera durante el mes de noviembre de 2023, para la segunda entre diciembre y enero de 2024.

Cabe señalar que estas propuestas normativas de la CMF son las que posteriormente se convirtieron en la NCG N° 502. En cuanto a materias tratadas, la propuesta normativa de la CMF no difiere en mucho respecto de la NCG N° 502, salvo en cuestiones de orden respecto de la ubicación de ciertos requisitos relacionados con el tratamiento de riesgos por las entidades reguladas.

b. Ley N° 21.521

Actualmente en nuestro país el *equity crowdfunding* se encuentra parcialmente regulado por la Ley Fintech. Lo anterior se debe puesto a que dicha norma abarca al sector Fintech en general, al mismo tiempo que consagra un sistema de finanzas abiertas y también modifica y actualiza diversos cuerpos normativos del sector financiero, con la finalidad de acomodarlos a la aplicación de nuevas tecnologías.

Ahora bien, es en normas selectas del título II de la Ley Fintech, que el legislador se preocupó de regular directa o indirectamente al *equity crowdfunding*. Así tenemos que:

- El artículo 2 señala que el alcance de la ley es la regulación de distintos servicios Fintech, entre ellos las plataformas de financiamiento colectivo (“**PFC**”), que se corresponden con los intermediarios señalados en el acápite 3.2 precedente. Dicho artículo también señala como servicio regulado a los sistemas alternativos de transacción (“**SAT**”), que también forman parte de los temas en estudio en este trabajo.
- Luego, el artículo 3 nos entrega diversas definiciones de gran relevancia:
 - o El numeral 8 define los denominados instrumentos financieros. En esta definición quedan incluidas sin duda alguna las acciones de las *start ups* a financiar a través del *equity crowdfunding*, más aún

cuando la misma ley se encarga de excluir de esta definición a los valores de oferta pública, discutidos en el acápite b.2 precedente.

- El numeral 10 define a las PFC como el “lugar físico o virtual por medio del cual quienes tienen proyectos de inversión o necesidades de financiamiento difunden, comunican, ofertan o promocionan esos proyectos o necesidades, o las características de éstos, y se contactan u obtienen información de contacto de quienes cuentan con recursos disponibles o la intención de participar en esos proyectos o necesidades o satisfacerlos; a fin de facilitar la materialización de la operación de financiamiento”.
 - El numeral 11 define proyectos de inversión, en la que se entienden integradas las iniciativas de financiamiento de las *start ups*.
 - Y el numeral 13 define a los SAT como el “lugar físico o virtual que permite a sus participantes cotizar, ofrecer o transar instrumentos financieros o valores de oferta pública, y que no está autorizado para actuar como bolsa de valores de acuerdo con la LMV o como bolsa de productos de acuerdo con la ley N° 19.220”.
- Es de carácter fundamental la norma establecida en el artículo 4 de la Ley Fintech, puesto que le otorga a la CMF las facultades normativas para que, mediante la dictación de NCGs, pueda regular el nivel de exigencia de los distintos requisitos establecidos en la Ley, a cada entidad en particular, en consideración a que “...la naturaleza del servicio prestado, en términos del número o tipo de participantes, volumen de operaciones o instrumentos financieros negociados, cotizados u ofertados por determinadas entidades, u otras condiciones de similar naturaleza, no comprometan la fe pública o estabilidad financiera al no superar los límites establecidos en la respectiva norma de carácter general o en atención a las condiciones que ella establezca”. Al tiempo en que este trabajo se escribe, la CMF no ha publicado la versión final de dichas NCG. Sin perjuicio de ello, con fecha 24 de octubre de 2023 la CMF publicó una propuesta normativa para la elaboración de dicha NCG, la que se mantuvo en consulta pública hasta el día 10 de noviembre de 2023, motivo por el cual la publicación de dicha norma será presentada prontamente. De ahí se sigue el por qué este trabajo toma un carácter propositivo, puesto que en el capítulo tercero

ahondaremos en la propuesta normativa puesta en consulta pública por la CMF.

- Por su parte, el artículo 5 establece como requisito, para operar como PFC o SAT, la inscripción en el Registro de Prestadores de Servicios Financieros (“**RPSF**”) administrado por la CMF. De igual modo, dicho artículo también establece ciertas excepciones a este requisito, permitiendo que otros actores del mercado financiero puedan prestar servicios Fintech sin necesidad de inscribirse. Dentro del marco de estudio del presente trabajo, es decir, el *equity crowdfunding* y su regulación en la Ley Fintech como PFC y SAT, esta excepción es entregada a intermediarios de valores de la LMV, y las bolsas y corredores de productos de la ley N° 19.220.
- El artículo 6 de la Ley Fintech establece los requisitos de inscripción en el RPSF, dejando el detalle de dichos requisitos a la CMF. Por su parte la CMF dictó, con fecha 03 de febrero de 2023, la NCG N° 493 que regula dichos requisitos en detalle. Al respecto, la NCG N° 493 solo establece requisitos de información, el deber de declarar juradamente: i) la veracidad de lo informado, ii) de que la entidad no tiene la calidad de deudor de un procedimiento de liquidación concursal, y iii) ni la entidad ni sus socios principales, directores o administradores se encuentran en alguna de las circunstancias a las que se refiere el inciso segundo del artículo 6 de la Ley Fintech. Luego de solicitada la inscripción, la CMF cuenta con un plazo de 30 días para informar sobre su aceptación o rechazo.
- El artículo 7 de la Ley Fintech establece un segundo trámite para que las PFC y SAT puedan operar, a saber, la autorización de la CMF para que la entidad en cuestión pueda prestar sus servicios. Para ello las entidades registradas en el RPSF deben solicitar autorización a la CMF acreditando que cumplen con los requisitos establecidos por la Ley Fintech para cada uno de los servicios que deseen desarrollar. Al respecto señala el artículo 7:
 - En su numeral 1, las PFC deben contar con “...los sistemas y procedimientos necesarios para cumplir con las obligaciones de información y difusión establecidas por el artículo 8 (de la Ley Fintech)” y también cumplir con “...las exigencias de gobierno

corporativo y gestión de riesgo establecidas en el artículo 12 (de la Ley Fintech)”.

- Luego, en su numeral 2, la Ley Fintech señala que los SAT deben cumplir con 4 requisitos para poder operar, a saber:
 - Contar con los sistemas y procedimientos necesarios para cumplir con las obligaciones de información y difusión establecidas por el artículo 8 de la Ley Fintech;
 - Tener la capacidad operacional para soportar el procesamiento de las transacciones que mediante sus sistemas o infraestructura se realicen;
 - Cumplir con las exigencias de gobierno corporativo y gestión de riesgo establecidas en el artículo 12 de la Ley Fintech; y,
 - Contar con una reglamentación interna orientada a velar por la existencia de un mercado secundario de instrumentos financieros equitativo, competitivo, ordenado y transparente, a fin de promover una adecuada formación de precios y permitir la mejor ejecución de las órdenes de sus usuarios.
- Ahora bien, los requisitos de información establecidos por el artículo 8 de la Ley Fintech pueden ser distinguidos dependiendo del tipo de entidad que se trate, así tenemos que:
 - Para las PFC, el numeral 1 del artículo 8 señala que deben informar a sus clientes y al público general lo siguiente:
 - Las características y condiciones de los proyectos de inversión o necesidades de financiamiento; y,
 - Los eventuales conflictos de intereses que pudiere tener la plataforma de financiamiento colectivo.
 - Luego, el numeral 2 de dicho artículo señala que a su vez los SAT deben informar:
 - Las cotizaciones y operaciones que mediante sus sistemas o infraestructura se realicen;
 - Las condiciones de acceso y funcionamiento de tales sistemas o infraestructura, y de liquidación de las operaciones que en éstos se realicen; y,

- Las interrupciones o contingencias que presenten sus sistemas.
- Es el artículo 12 el cual regula los requisitos gobierno corporativo tanto para entidades que presten servicios de PFC como de SAT. Sin embargo, el legislador optó por entregar a la CMF la facultad normativa de establecer los estándares exigibles a cada entidad, las que deberán o adoptarlos de plano o adaptarlos siguiendo un criterio de proporcionalidad ceñido al tamaño, volumen y naturaleza de sus negocios, y riesgos que enfrente cada una. Sin perjuicio de lo anterior, el legislador entregó en el inciso primero de la norma en comento, claros objetivos a la normativa complementaria que debe dictar la CMF, cuales son:
- Resguardar la información e intereses de los clientes de las entidades reguladas;
 - Asegurar la continuidad financiera y operacional de las mismas; y,
 - Compatibilizar la viabilidad económico-financiera de cada entidad con la mitigación de riesgos inherentes a cada línea de negocio⁶¹.
- Luego, el artículo 28 establece varias obligaciones relevantes a todas las entidades reguladas, aplicables por ende al *equity crowdfunding*, y que merecen ser mencionadas. En su inciso primero, el legislador señala que todas las entidades deberán establecer mecanismos que les aseguren que ofrecerán a sus clientes productos que se ajusten a sus "...necesidades, expectativas y disposición al riesgo..."; motivo por el cual el inciso segundo de la norma permite a las entidades recolectar toda la información pertinente de parte de sus clientes. Luego, el inciso tercero de la norma establece el requisito de obtener de los clientes una declaración jurada de que entienden los riesgos a los cuales se están exponiendo, frente al caso de que insistan en contratar un servicio que no se ajuste a su perfil, de acuerdo con lo que estime el prestador de servicios financieros luego de cumplir con la obligación ya comentada previamente. El inciso cuarto del artículo en comento establece la obligación de que la publicidad de las

⁶¹ En ese sentido, recordamos los riesgos propios del *equity crowdfunding*, señalados por Devoto Toledo & Marquet Standen 2020 p. 59 y ss., a saber, el cierre de la plataforma intermediaria, la falta de liquidez de la misma, asimetrías de información entre actores involucrados, fraude a los inversionistas y el incumplimiento de la sociedad financiada.

entidades sea fiel a la realidad de cada producto financiero ofrecido, evitando confusiones del público general. Por último, en el inciso quinto de la norma, el legislador vuelve a entregar a la CMF la capacidad de fiscalizar el cumplimiento de estas obligaciones.

Ahora, revisando las demás normas de nuestro ordenamiento jurídico, no existe normativa que regule directamente al *equity crowdfunding*, fuera de la ya tratada Ley Fintech. Sin embargo, sí podemos mencionar que existen ciertas normas que tratan de forma indirecta ciertos temas que se relacionan con dicho mecanismo de financiamiento, existiendo algunas que, con anterioridad a la publicación de la Ley Fintech, generaban ciertos conflictos con la materias de estudio de este trabajo, toda vez que el *equity crowdfunding* se enmarca dentro de un conjunto de actividades que, antes de la consagración legal de los instrumentos financieros y los servicios asociados a ellos regulados por dicha ley, podían llegar a ser consideradas como operaciones del mercado de valores.

Lo anterior se encuentra principalmente ligado a los conceptos de “valores” y de “oferta pública de valores”. Por consecuencia se hace necesario poder analizar y dilucidar la situación del *equity crowdfunding* dentro del marco regulatorio delimitado por la LMV, por la Norma de Carácter General N° 336 y por la Norma de Carácter General N° 452, ambas emitidas por la CMF.

En ese sentido, la LMV comienza definiendo que su ámbito de aplicación se encontrará centrado en las ofertas públicas de valores, para luego señalar a la CMF como ente supervisor y luego proceder, en sus artículos 3 y 4, a definir el concepto de valor y el de oferta pública respectivamente.

Siguiendo las definiciones de la mencionada ley, y contrastándolas con todo lo señalado en el acápite 1 precedente, podemos concluir fácilmente que el *equity crowdfunding* se encontraba dentro de los supuestos de dichas normas toda vez que su objetivo principal era ofrecer valores al público general, por lo que en principio le eran aplicables las disposiciones de dicha ley, lo que hacía sumamente complejo el desarrollo del este mecanismo de financiamiento tal y como se había ido desarrollando en nuestro país con anterioridad.

A modo de ejemplo, las disposiciones del artículo 5 de la LMV normalmente se erigían como una barrera u obstáculo para las empresas que hacían uso de este

mecanismo. Así tenemos que, una sociedad que buscaba financiarse a través del *equity crowdfunding*, en todos aquellos casos que no estuvieran excluidos de la regulación de la LMV gracias a lo establecido por las NCG N° 336 y N° 452, tenía que primero inscribirse en el Registro de Valores de la Comisión para el Mercado Financiero como un emisor de valores de oferta pública, con todos los costos y tiempo invertidos que ello implica. Lo anterior se debe, primero, a que el *equity crowdfunding* se basa en que la sociedad solicitante de fondos emite acciones representativas de su capital a cambio de los fondos solicitados, siendo que estas acciones se consideran “valores” de acuerdo a lo definido por la LMV; y, segundo, a que el mecanismo de la “llamada abierta” a la comunidad pueda ser entendido como una “oferta pública” de acuerdo a lo dispuesto por la ley ya citada. Tales obstáculos eran particularmente perniciosos para las sociedades que normalmente, de acuerdo con lo señalado en el acápite 3.1 precedente, acceden a este mecanismo de financiamiento, por los siguientes motivos: a) Normalmente tales sociedades, al estar en su etapa de nacimiento dado su carácter de emprendimiento, no cuentan con la liquidez necesaria para poder costear este tipo de procesos registrales que requieren del apoyo de profesionales del área para ello; b) Atendiendo, nuevamente a su falta de liquidez, y haciendo notar también la necesidad de estos emprendimientos de poder comenzar a operar lo más pronto posible, para así poder generar flujos de ingresos, un requisito adicional, que conlleva un procedimiento relativamente lento ante otra autoridad, no hace nada más que extender ese estado de fragilidad económica en la que el retraso de la llegada de los recursos necesarios para operar puede significar el fin del proyecto económico de la sociedad en cuestión.

Actualmente, es de nuestro parecer que las circunstancias de tales problemáticas han sido modificadas por la definición de instrumento financiero aportada por la Ley Fintech, comentada previamente. De acuerdo con tal definición, es instrumento financiero “todo título, contrato, documento o bien incorporal, diseñado, empleado o estructurado con la finalidad de generar rentas monetarias, o representar una deuda insoluble o un activo financiero virtual”⁶² que no se encuentre inscrito en el Registro de Valores de la LMV. Por consiguiente, los requisitos de la

⁶² Numeral 8, artículo 3 Ley Fintech.

LMV y sus efectos perniciosos, en principio, ya no serían soportados por entidades que utilicen el mecanismo de financiamiento en estudio.

Debido a lo anterior, es también necesario revisar la modificación al artículo 4 de la LMV introducida por la Ley Fintech en su artículo 32, el que se encarga de actualizar la LMV a los nuevos estándares tecnológicos del mercado y a las disposiciones de la Ley Fintech.

En ese sentido, el nuevo artículo 4 de la LMV señala que la CMF tendrá 2 facultades relevantes para el *equity crowdfunding*: Primero, podrá determinar mediante NCG que determinados tipos de ofertas de valores no constituyen oferta pública. Dicha facultad es concordante con las facultades que ya ostentaba la CMF con anterioridad a la publicación de la Ley Fintech, y se consagró mediante la emisión de las NCG N° 336 y N° 452 respectivamente; y segundo, ahora la CMF mediante NCG "...podrá eximir a ciertas personas, entidades u ofertas públicas del cumplimiento de cualesquiera de los requisitos de la presente ley -la LMV- o definirles requisitos menos gravosos que los establecidos por ésta...", en atención a un criterio de proporcionalidad ligado a la fe pública que debe resguardar la CMF.

Así tenemos que, por una parte, la NGC N° 336 señala las condiciones copulativas necesarias para que una oferta de valores no sea considerada pública y, por consecuencia, se exceptúe de la regulación de la LMV. Mientras que, por otra parte, la NGC N° 452 establece excepciones específicas para que determinadas ofertas públicas de valores no se deban regir por la LMV.

Es precisamente gracias a estas dos NCG, y su análisis detallado, que el *equity crowdfunding* operaba exceptuándose de ser considerado una oferta pública de valores, previo a la publicación de la Ley Fintech. En ese sentido, existen plataformas que solo daban a conocer sus ofertas o solicitudes de financiamiento luego de un registro, evitando por ello el acceso público a las mismas⁶³; con el fin de limitar el mismo acceso, y plataformas que solo enviaban correos electrónicos nominativos, con el fin de evitar que la oferta fuera clasificada como pública.

De igual forma, y del examen de las NGC mencionadas previamente, también es posible determinar que previo a la publicación de la Ley Fintech existían

⁶³ Devoto Toledo & Marquet Standen, 2020 p. 89.

verdaderas barreras de entrada insoslayables para el adecuado funcionamiento del *equity crowdfunding*. Así, por ejemplo, la NGC N° 336 a través de su sección I numeral (iii) letra a), imposibilitaba que las sociedades financiadas pudieran acceder a su público objetivo⁶⁴. En el mismo sentido, la sección I numeral (iii) letra b) de la NGC N° 336, así como también la sección II número 1 de la NGC N° 452, se encuentran en directa contraposición con los objetivos de este mecanismo de financiamiento, cual es el poder acceder a una gran cantidad de accionistas/inversionistas sin que ellos representen una gran cantidad porcentual del capital social de la empresa a financiar, del mismo modo en que la NGC N° 345 lo hacía previamente⁶⁵.

Ahora bien, es evidente que la definición de instrumento financiero y sus alcances relacionados con la definición de oferta pública no vuelven excluyentes entre sí las disposiciones de la Ley Fintech con las de la LMV, sino que más bien han creado, a nuestro parecer, una suerte de coexistencia entre ambos cuerpos normativos. Lo anterior puesto que, todavía queda la posibilidad de que estas sociedades deban recurrir en tales gastos debido a las disposiciones de la norma del artículo 430 del CCOM, modificado por la ley N° 20.190 y también por la Ley Fintech, en atención a que eventualmente estas sociedades alcanzarán un número elevado de accionistas y, por ende, deberán cumplir con lo ordenado en dicha disposición legal.

En ese sentido, es relevante poder comparar como la Ley Fintech pudo mitigar el efecto que la norma del artículo 430 del CCOM tenía sobre el *equity crowdfunding*.

A mayor abundamiento, previo a la modificación de la Ley Fintech, el artículo 430 CCOM disponía que toda SpA que contara con 500 o más accionistas por más de 90 días seguidos, o que a lo menos el 10% de su capital perteneciera a 100 o más accionistas⁶⁶, se transformaba por el solo ministerio de la ley en una SA; por lo que le eran aplicables las normas de la LMV, con todos los efectos que ello implica. En otras palabras, para una sociedad en etapa de financiamiento por *equity crowdfunding*, dicha norma suponía una barrera clara para el correcto desarrollo de la sociedad, pues suponía mayores costos económicos, logísticos y de personal, retrasos en la

⁶⁴ Devoto Toledo & Marquet Standen, 2020 p. 90.

⁶⁵ Devoto Toledo & Marquet Standen, 2020 p. 93.

⁶⁶ Estos límites no son baladíes, puesto que se correspondían con los requisitos establecidos por el artículo 2 de la LSA para las SAA, previos a su modificación por la Ley Fintech.

toma de decisiones en una etapa demasiado temprana en la que se necesita un mayor dinamismo, pérdida de la flexibilidad de los estatutos sociales comentada en el acápite b precedente, etc. Lo anterior, toda vez que el mecanismo de financiamiento en estudio busca como principal objetivo el alcanzar a la mayor cantidad posible de inversionistas para conseguir los fondos necesarios para la sociedad financiada.

Por su parte, el nuevo artículo 430 CCOM señala que las SpA que durante 12 meses consecutivos cumplan las condiciones que obligan a una SAC a inscribir sus acciones en el registro de valores de la LMV, se transformarán por el solo ministerio de la ley en una SA, siéndole totalmente aplicables las disposiciones pertinentes de dicha ley, las prevalecerán sobre el estatuto social que hayan podido fijar libremente los socios fundadores.

Tales condiciones, que obligan a una SAC a inscribir sus acciones en el registro de valores de la LMV, se encuentran definidas en el artículo 2 de la LSA, el que fue modificado por la Ley Fintech de forma tal que, actualmente, su inciso segundo señala que toda sociedad que por más de 12 meses consecutivos tenga registrados en su registro de accionistas más de 2.000 accionistas, se verán obligadas a registrar sus acciones en el registro de valores de la LMV. Dicha norma también le entrega a la CMF la posibilidad de aumentar dicho límite mediante NCG, siempre y cuando no se vea comprometida la fe pública.

La modificación al artículo 430 CCOM, a nuestro juicio, es un avance beneficioso para el *equity crowdfunding*. Esto pues el límite entre una SpA o SAC y una SAA ha sido considerablemente aumentado, no sólo en cuanto a cantidad de accionistas (de 500 a 2.000), sino que también en cuanto a temporalidad (de 90 días a 12 meses) y eliminando la variante respecto a la difusión del capital social.

c. Norma de Carácter General N° 502

Con fecha 12 de enero de 2024, siguiendo el mandato legal que le entregara la Ley Fintech, la CMF publicó la NCG N° 502, norma que regula el registro, autorización y obligaciones de los prestadores de servicios financieros de la Ley Fintech. La NCG en cuestión fue puesta a disposición de los entes regulados

mediante el mecanismo de consulta pública durante los meses de octubre y noviembre de 2023, permitiendo así que tales agentes pudieran entregar opiniones fundadas sobre la normativa directamente al ente regulador, es decir, la misma CMF.

La NCG N° 502 ha sido organizada por la CMF en capítulos que coinciden con los distintos tipos de requisitos establecidos por la Ley Fintech para cada tipo de entidad regulada. Para nuestro análisis, dado que este trabajo se centra en *equity crowdfunding*, es decir, en los entes denominados como PFC y SAT por la Ley Fintech, solo tendremos en consideración los siguientes capítulos: I, sobre inscripción en el RPSF; II, sobre autorización para la prestación de servicios regulados por la Ley Fintech; III, sobre requisitos relacionados con la entrega de información; IV, sobre requisitos de gobierno corporativo y gestión de riesgos; y VI, requisitos sobre capacidad operacional, los que son aplicables a los SAT mas no a las PFC. Lo anterior debido a que tales son los únicos requisitos señalados por la Ley Fintech para tales entes, tal y como mencionábamos en el acápite a precedente sobre la Ley Fintech.

b.1 Inscripción en el RPSF

En este capítulo de la NCG N° 502, la CMF reprodujo las disposiciones que ya había introducido mediante la dictación de la NCG N° 493, mencionada y analizada en el acápite 4.1 precedente.

Es de nuestro entender que esta obligación de registro se condice con el primer piso dentro del sistema de dos escalafones establecido por la Ley Fintech para que los entes regulados por ella puedan operar legalmente, sistema que hace eco de los sistemas de 2 escalafones de otras legislaciones del derecho comparado que ya hemos analizado en el capítulo anterior.

Ahora bien, es de nuestro parecer que la CMF ha adecuado acertadamente dicho sistema, pues a diferencia de legislaciones como la de los Estados Unidos Mexicanos, el paso inicial solo considera la entrega de información con el fin -a nuestro parecer- de que la CMF solo tenga noticia de un nuevo ente regulado, concentrando el cumplimiento de los requisitos más complejos en el segundo

escalafón del sistema, es decir, en el paso de obtención de la autorización para operar, el que trataremos a continuación.

b.2 Autorización para la prestación de Servicios

La CMF trató los requisitos de autorización para las entidades dedicadas al *equity crowdfunding* en las letras C y D del capítulo II de la NCG N° 502, siendo la letra C la dedicada a los requisitos para las PFC y la letra D la dedicada para los SAT. A continuación, haremos el análisis de cada uno de ellos.

i. Requisitos autorización PFC

Las PFC, de acuerdo a su regulación en la Ley Fintech, solo cumplen el papel de intermediarios entre sociedades que ofrecen valores e inversionistas que los adquieren para sí -siguiendo la lógica más pura y simple del *equity crowdfunding*- y es debido a ello que la NCG N° 502 solo solicita a los entes regulados la entrega de documentación que dé cuenta de los distintos requisitos establecidos en la Ley Fintech, a saber:

- Canales para la interacción entre agentes;
- Declaración respecto del bloque de proporcionalidad al cual pertenecen;
- Procedimientos respecto de requisitos sobre gobierno corporativo y gestión de riesgos;
- Procedimientos para prevenir fraudes de parte de las sociedades a financiar;
- Procedimientos para analizar la viabilidad económica, jurídica y financiera de proyectos que busquen conseguir fondos superiores a las 20.000 unidades de fomento (“UF”);
- Mecanismos utilizados para acotar la oferta al perfil de riesgo de cada inversionista; y,

- Descripción y ejemplo del formato de divulgación de información sobre cada proyecto de financiamiento de las sociedades que accedan al *equity crowdfunding*.

Es de nuestro parecer que estos requisitos para la autorización de las PFC son acertados, toda vez que atienden a los distintos riesgos inherentes a la actividad del *equity crowdfunding*, ya mencionados previamente y tratados por Devoto Toledo & Marquet Standen, y además los trata desde una perspectiva preventiva, buscando que las PFC funcionen como puertas de acceso para proyectos de financiamiento serios, viables económicamente y con cierto grado de prevención frente a fraudes a los inversionistas.

Creemos que dicho enfoque es adecuado a la hora de ponderar los objetivos mencionados al inicio de este capítulo, es decir, la protección a los inversionistas y la promoción de la inversión.

ii. Requisitos autorización SAT

Para que los SAT obtengan su autorización para prestar servicios financieros regulados en la Ley Fintech, la normativa propone que, además de tener que cumplir con todos los requisitos exigibles a una PFC, también cumplan con la entrega a la CMF del documento que contenga la reglamentación interna referida a:

- Normas de acceso al mercado secundario para ofertantes;
- Normas de admisión al mercado secundario para los valores a transar en él;
- Reglas de formación de precios, que en concreto se refieran al mecanismo mediante el cual operará el mercado secundario para formar precios (calce automático, subastas, etc.);
- Reglas de liquidación, que en concreto se refieren a la materialización de la compraventa de un instrumento financiero; y,
- Mecanismos de suspensión, esto es, las reglas que establezcan cuando una oferta u ofertante será suspendido del mercado secundario.

Es importante notar que en este punto la CMF destaca que los SAT no podrán realizar la oferta inicial de valores, ya sea de *Initial Public Offerings* o de *Initial Coin Offerings*, salvo que ya estén autorizados también como PFC.

b.3 Requisitos relacionados con la entrega de información

En este punto la CMF también hace distinciones entre el tipo de ente regulado y el tipo de información que debe poner a disposición de sus clientes y, en ese sentido, respecto de PFC y SAT la CMF señala 2 tipos de entrega de información, a saber, información que debe estar a disposición del público general en todo momento y debidamente actualizada, e información que debe ser oportunamente entregada a quien corresponda al momento de acceder a los servicios entregados por el ente regulado.

También es importante mencionar que la CMF ha establecido ciertos estándares básicos que debe cumplir la información entregada por cada agente, de forma tal que la comunicación de dicha información sea inteligible por los receptores de la misma, sea entregada a través de herramientas que faciliten su comprensión, sea evalúe si está siendo comprendida por los receptores, sea comunicada de manera oportuna y a través de los canales más idóneos para ello.

Además, es clave hacer notar que aquellas PFC y SAT que presten sus servicios en forma exclusiva a inversionistas calificados⁶⁷, quedarán excluidos de estos requisitos de entrega de información.

i. Requisitos información PFC

Ahora bien, los PFC deben dejar siempre a disposición del público la información relacionada con su estructura de comisiones; la existencia de posibles conflictos de interés y como son resueltos; la descripción de sus procesos de prevención de proyectos fraudulentos; sus mecanismos de ajuste al perfil de riesgo

⁶⁷ Según la definición de la letra f) del artículo 4 bis de la LMV.

entre inversionistas y proyectos de financiamiento; y por último, sus procesos para evaluar la viabilidad económica de un proyecto de financiamiento.

Luego, al momento de promocionar una campaña de financiamiento, las PFC deben comunicar información sobre la persona natural o jurídica a financiar; el uso que se dará a los fondos recaudados; controles para el monitoreo de las inversiones realizadas; naturaleza jurídica del mecanismo utilizado en la inversión (*special purpose vehicle* o SPV); los pasos a seguir al finalizar la ronda de inversión; y, por último, el perfil de riesgo recomendado.

ii. Requisitos de información SAT

En cuanto a la información que los SAT deben dejar siempre a disposición del público se encuentra aquella relacionada con su reglamentación interna; estructura de comisiones, existencia de conflictos de interés; normas de admisión de instrumentos financieros al mercado secundario; mecanismos para evitar instrumentos fraudulentos; principales características de los instrumentos financieros ofrecidos; perfil de riesgo recomendado para cada instrumento financiero ofertado; precios de cotización, unidades y montos de transacción, todo con un desfase no mayor a 5 minutos; precios de cierre, unidades y montos totales transados durante el día por cada instrumento financiero, al cierre del día; y por último, las políticas de gestión de riesgo operacional.

Luego, en cuanto a la información que deben dar a conocer a los inversionistas, al momento de que se realice una negociación por un instrumento financiero, comprende, por una parte, las condiciones de la negociación en cuestión y, por otra parte, las condiciones, fecha y procedimiento de liquidación de las operaciones, indicando la identidad de la entidad que realice la custodia de ser el caso.

b.4 Requisitos de gobierno corporativo y gestión de riesgos

El primer punto que nos parece necesario destacar de la sección IV de la NCG N° 502, es el hecho de que, en su sub sección letra C, la CMF decidiera tratar en conjunto tanto a las PFC como a los SAT, lo que para nosotros obedece a la lógica de que ambos servicios son esencialmente complementarios, toda vez que facilitan la recirculación de fondos hacia nuevas *start ups* al permitir que los inversionistas puedan recuperar y reinvertir su dinero⁶⁸.

El segundo punto a destacar, es el que la NCG N° 502 hace eco del principio de proporcionalidad ya propuesto en el White Paper comentado en el capítulo III siguiente, y que fuera recogido por la Ley Fintech, toda vez que los siguientes requisitos deberán ser aplicados de acuerdo a la naturaleza del ente regulado, su modelo de negocios y su estructura organizacional.

Al respecto de la proporcionalidad, la CMF propone una clasificación de los agentes intermediarios basada en 3 bloques delimitados por la cantidad de clientes activos no institucionales que tenga la entidad en particular, monto en dinero que representen sus transacciones diarias y la cantidad de sus ingresos anuales. Tales bloques quedarían entonces organizados de la siguiente manera:

N° Bloque	Características
1	0 a 500 clientes activos no institucionales.
2	500 a 5.000 clientes activos no institucionales. Transacciones diarias promedio (3 meses) entre 100.000 UF y 500.000 UF. Ingresos en los últimos 12 meses entre 25.000 UF y 50.000 UF.
3	Más de 5.000 clientes activos no institucionales.

⁶⁸ Lukkarinen & Schwienbacher, 2023, p. 3.

Más de 500.000 UF en transacciones diarias⁶⁹.

Cabe mencionar que, si alguna entidad clasificada como grupo 1 o 2 cumple con alguna de las condiciones del grupo 3, ésta debe ser reclasificada. Así mismo, cualquier entidad que se reclasificada tendrá un plazo de 6 meses para: i) en el caso de que sea reclasificada en el bloque inmediatamente superior, el plazo es para lograr cumplir con todos los requisitos que se le exigen; y, ii) en el caso de que sea reclasificada en el bloque inmediatamente inferior, debe cumplir dicho plazo en forma continua presentando las características del bloque inferior, para luego obtener la autorización de la CMF y adaptar consecencialmente los requisitos a cumplir.

Ahora bien, el concepto de cliente activo no institucional no ha sido definido en forma directa por el Anexo N° 1: Definiciones, de la NCG N° 502, sino que ha su definición resulta del análisis a *contrario sensu* de la definición entregada por dicha norma para el concepto de cliente institucional, definido como “Inversionistas institucionales de acuerdo a la letra e) del artículo 4 bis de la LMV y la Norma de Carácter General N°410 de esta Comisión”, en conjunto con el análisis a contrario sensu del concepto de cliente inactivo⁷⁰, definido como aquellos que copulativamente: i) No ha realizado ninguna transacción en la PFC o SAT dentro de los últimos 12 meses; ii) No disponen de saldos (activos o pasivos) en cuentas provistas por la entidad; y iii) no tienen posiciones vigentes en instrumentos financieros, proyectos de inversión o necesidades de financiamiento ofertados a través de la entidad.

Por consiguiente, cliente activo de una PFC o SAT es aquel que, o ha realizado alguna transacción en la entidad dentro de los últimos 12 meses, o mantiene saldos en cuentas provistas por la entidad, o mantiene 1 más posiciones vigentes en algún instrumento financiero ofertado a través de la entidad.

Luego es necesario entender que el artículo 4 bis de la LMV, en su letra e, señala que son inversionistas institucionales los bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro, administradoras de

⁶⁹ Transacciones deben ser calculadas como promedio dentro del último trimestre.

⁷⁰ Esto porque la NCG N° 502 se limita a definir a los clientes activos como todos aquellos que no son clientes inactivos.

fondos autorizadas por ley y todas aquellas entidades que, copulativamente, i) tengan por giro principal realizar inversiones financieras -o en activos financieros- con fondos de terceros, y ii) que el volumen de sus transacciones permita calificar su participación en el mercado como relevante, Por su parte, la NCG N° 410 de la CMF entrega un listado pormenorizado de todas aquellas entidades que no fueron enumeradas en la norma del artículo 4 de la LMV, centrándose en entidades extranjeras, entidades inscritas en el Registro de Administradores de Carteras -con ciertos límites mínimos de clientes o transacciones⁷¹-, otros órganos u entidades del Estado que realicen inversiones financieras y otros organismos internacionales que se dediquen a dicha actividad. Adicionalmente, la NCG N° 410 también entrega un alcance importante respecto de la definición de inversionista institucional, pues señala que dicha definición debe entenderse incluyen a todas las entidades ya mencionadas siempre y cuando realicen inversiones con los fondos de terceros que tienen bajo su administración y no cuando las realicen con fondos propios o de sus personas relacionadas⁷².

Por lo tanto, partiendo de las normas ya señaladas y con especial atención al alcance realizado por la NCG N° 410, podemos señalar que un cliente no institucional, por regla general, será toda persona, natural o jurídica, de derecho privado, que realice inversiones financieras -o en activos financieros- con fondos propios, y que, frente al caso de que realice tales inversiones con fondos de terceros y esté inscrito en el Registro de Administradores de Carteras de la CMF, lo haga por montos y cantidad de transacciones inferiores a los señalados por la NCG N° 410.

i. Rol del Directorio

En este punto nos parece relevante mencionar que la CMF ha destacado el rol de los órganos de administración de las PFC y SAT, al punto en que los hace

⁷¹ Primero, 0 a 49 mandantes de distintas familias por montos inferiores a 500.000 UF; y, segundo, que no tengan ninguna cartera superior a 1.000.000 UF.

⁷² Entiéndanse como personas relacionadas todas aquellas señaladas en el artículo 100 de la LMV.

responsable de diversas tareas de supervisión y aprobación de las actividades de las áreas pertinentes que la misma NCG N° 502 obliga a tales entidades a crear.

Es así como tenemos que deben supervisar y aprobar los planes anuales de las funciones de mecanismos de control, gestión de riesgos y auditoría interna. De igual modo, deben establecer una estructura organizacional adecuada y un comité de gestión de riesgos o alguna instancia similar.

Por otra parte, la NCG N° 502 le asigna deberes al órgano de administración de forma tal que sea de su responsabilidad la contratación de personal idóneo, y el establecimiento de las políticas de seguridad de la información.

Todo lo anterior es, desde nuestra perspectiva, un reflejo de la aplicación del principio de responsabilidad social corporativa tratado en el capítulo III siguiente, puesto que le entrega responsabilidades claras a las personas que ejerzan los cargos de administración.

Así mismo, consideramos que tales responsabilidades conversan en forma directa con las disposiciones de la Ley N° 21.595 de Delitos Económicos, toda vez que, los procedimientos aprobados por los órganos de administración pueden considerarse como complementarios de los modelos de prevención de delitos que exige dicha ley, sobre todo en materias tales como la seguridad de la información.

ii. Mecanismos de control

En cuanto a mecanismos de control, la NCG N° 502 se aproxima a la materia estableciendo primero los objetivos generales de tales procedimientos, para luego tratar los mínimos exigibles a implementar por las PFC y los SAT.

Destacan, dentro del apartado general, las obligaciones de establecer y documentar formalmente los mecanismos, y que los mismos sean concordantes con los niveles de riesgo aprobados por el Directorio u órgano de administración.

En cuanto a mínimos a implementar, destacamos el amplio espectro de situaciones que las PFC y SAT deberán regular a través de procedimientos y mecanismos específicos, lo que claramente se perfila como un esfuerzo protector de

la CMF hacia los inversionistas y clientes que accederán a los servicios ofrecidos por tales entidades.

Así tenemos que, cuando menos, PFC y SAT deberán asegurar mediante los mecanismos idóneos que: i) sus productos ofrecidos cumplen con la normativa vigente; ii) manejan y vigilan sus conflictos de interés; iii) cumplen requisitos legales de funcionamiento; iv) cumplen mínimos de protección a clientes con acceso directo al mercado secundario ofrecido por los SAT; v) velar por la integridad del mercado, informando infracciones a la Ley Fintech y reglamentando el funcionamiento de los SAT; vi) velar por que nuevos productos a ofrecer sean concordantes con las políticas de la entidad y la regulación; vii) regulación de garantías solicitadas o exigidas en la transacción de los instrumentos financieros que ofrezcan; viii) contar con un código de conducta interno; ix) procedimientos de reclamos internos, externos y denuncias de incumplimiento del código de conducta; x) asegurar que sus clientes entiendan y acepten los riesgos asociados a sus inversiones; xi) contar con un mecanismo de difusión de información a sus clientes; xii) contar con mecanismos de prevención del lavado de activos y financiamiento del terrorismo; xiii) contar con mecanismo de gestión de consultas, reclamos y denuncias de parte de sus clientes; y xiv) contar con mecanismos de gestión de riesgo operacional que cumplan con los requisitos de dicha sección.

iii. Riesgo Operacional

En primer lugar, es pertinente destacar que la NCG N° 502 define los riesgos operacionales como el “riesgo que las deficiencias que puedan producirse en los sistemas de información, los procesos internos o el personal, o las perturbaciones ocasionadas por acontecimientos externos provoquen la reducción, el deterioro o la interrupción de los servicios que presta la entidad y eventualmente le originen pérdidas financieras”⁷³.

En segundo lugar, destaca que la NCG N° 502 indica principios como requisitos, entre ellos, que las políticas de gestión de riesgo operacional estén

⁷³ NCG N° 502, capítulo IV, sección C.3.

formalmente establecidas y documentadas, deben referirse a los temas tratados en los siguientes acápite iii.a, iii.b, iii.c y vi, y las políticas de gestión de riesgo deben coincidir con el apetito para el riesgo de la entidad.

Luego, la NCG N° 502 trata la materia en 3 apartados, a saber: i) seguridad de la información y ciberseguridad; ii) continuidad del negocio; y iii) externalización de servicios.

iii.a Seguridad de la Información y Ciberseguridad

En cuanto al requisito de seguridad de la información y ciberseguridad, la NCG N° 502 divide la materia en disposiciones generales y en procedimientos mínimos a cumplir por las entidades.

En cuanto disposiciones generales es importante mencionar como las entidades deben contar con políticas en la materia que sean aprobadas anualmente por el directorio o el órgano que lo reemplace. De igual modo, sus políticas deben hacerse cargo de las tecnologías de la información y las comunicaciones (“TIC”) en relación a sus activos de información.

Así mismo, en cuanto al personal de la entidad se refiere, los principios señalan primero, que el personal a cargo debe ser calificado y con conocimientos o experiencia comprobable en la materia, segundo, que otros cargos de la entidad deben apoyar en materias de difusión y cultura organizacional de acuerdo con su rol dentro de la entidad, y tercero, que deben existir acuerdos contractuales que permitan que el personal desvinculado no pueda acceder a información de clientes a la cual tenían acceso de acuerdo a sus funciones en la entidad.

Luego, respecto de los procedimientos específicos mínimos que deben cumplir las entidades, la CMF ha dividido los requisitos en tres ejes centrales, a saber:

- i. Identificación: centrado en definir activos de información, clasificarlos, identificar aquellos que son críticos, y mantener un inventario actualizado de los mismos;

- ii. Protección y detección: que gira entorno a controles de acceso a instalaciones y sistemas, privilegios de usuarios de sistemas tecnológicos, controles para mitigar riesgo por conexiones remotas o a través de internet, control y monitoreo de condiciones medioambientales, seguridad de las operaciones y las comunicaciones de la entidad, y el respaldo, transferencia, restauración y eliminación de activos de información; y,
- iii. Respuesta y recuperación: el que a su vez se divide en 3 aspectos, primero, gestión de incidentes de seguridad de la información y ciberseguridad, segundo, desarrollo, adquisición y actualización de la infraestructura tecnológica de la entidad, y tercero, el mejoramiento continuo de todas las herramientas y procedimientos relevantes a este punto.

iii.b Continuidad del Negocio

El requisito de continuidad del negocio también fue tratado por la CMF a través de la división en disposiciones generales y procedimientos mínimos a cumplir.

En cuanto a disposiciones generales es menester mencionar que la NCG N° 502 señala que las entidades deben contar con procedimientos de respuesta ante eventos internos o externos que puedan interrumpir el servicio prestado, definir claramente las instancias que estarán a cargo de la materia, contar con personal calificado a cargo, políticas de capacitación para el personal, y canales de información continua para el directorio.

Luego, respecto a procedimientos mínimos, es necesario señalar que la CMF señaló algunos requisitos como exclusivos de entidades del bloque 3 y otros generales para todas las entidades. Respecto de aquellos para todas las entidades destacamos en los procedimientos para todas las entidades que éstas deben contar con un sitio secundario físico o en la nube que permita a la entidad reanudar rápidamente sus operaciones frente a una interrupción, contar con un plan de negocios y recuperación de desastres aprobado anualmente por el directorio, contar con un plan ante crisis, y contar con un procedimiento de para el mejoramiento

continuo de las políticas de la materia. Por último, respecto de aquellos requisitos solo para entidades del bloque 3, encontramos que deben realizar anualmente un *Business Impact Analysis* (“**BIA**”) y un *Risk Impact Analysis* (“**RIA**”) para encontrarse preparadas ante cualquier evento de interrupción del negocio, lo que deben plasmar en una estrategia de respuesta.

iii.c Externalización de Servicios

Dado que la NCG N° 502 permite que entidades de bloques 1 y 2 puedan externalizar ciertas funciones, la CMF encontró necesario regular dicha externalización, individualizando primero los riesgos relacionados y luego estableciendo procedimientos mínimos de la gestión y supervisión de tal externalización.

En lo general, la NCG N° 502 define 4 tipos de riesgos, a saber: riesgo sustitución, riesgo de intervención, riesgo de subcontratación, y riesgo de concentración. Todos ellos apuntan a como la entidad no podría supervisar correctamente al tercero proveedor, o a las posibles interrupciones de su negocio frente a un cambio de proveedor.

Luego, en cuanto a procedimientos mínimos, destacan: contar con una política de externalización; contar con procedimientos para selección, control y monitoreo de proveedores; la fijación de cláusulas contractuales que regulen la prestación de los servicios; el monitoreo constante de la calidad del servicio prestado por el tercero, siendo la entidad la responsable de dicha calidad; evaluación de la capacidad del proveedor; contar con personal capacitado que pueda monitorear y evaluar al proveedor; y mantener informado al directorio de los servicios prestados.

iv. Gestión de riesgos

Respecto de la gestión de riesgos, la NCG N° 502 trata dicho requisito como una función a cumplir y desarrollar por las entidades reguladas y no como un listado específico de requisitos propiamente tal.

De lo anterior se deriva que la CMF en la NCG N° 502 permite que, primero, las entidades puedan realizar esta función a través de una persona encargada o a través de alguna unidad interna que pertenezca a su grupo empresarial, y segundo, que en vez de tener disposiciones generales la CMF haya entregado principios rectores que guíen la función.

Entre tales principios destacan el de independencia de la función respecto de las demás áreas de la entidad, la capacidad del personal a cargo, el rol propositivo de políticas al directorio, el tratamiento de riesgos (medición, evaluación, etc.), contar con un plan anual, y la promoción de una cultura organizacional ad-hoc.

Luego la NCG N° 502 se encarga de establecer los procesos mínimos a realizar por la función y los reportes que debe entregar.

Sobre procesos mínimos, esta función debe identificar, medir, monitorear y mitigar los riesgos que afectan a las PFC y SAT, tratar riesgos residuales, mantener canales de comunicación constantes y establecer programas de mejora continua.

En cuanto a reportes, estos deben ser realizados mensualmente al directorio, en los que se debe informar el estado de las actividades y entregar las propuestas para el adecuado funcionamiento del tratamiento de riesgos.

v. Auditoría Interna

Respecto de este requisito, el tratamiento de la NCG N° 502 es similar al de la gestión de riesgos en cuanto a que es una función regida por principios y existe la obligación de realizar reportes, aunque estos son semestrales y no mensuales.

Sin embargo, a diferencia de la función de gestión de riesgos, las PFC y SAT que pertenezcan a los bloques de proporcionalidad 2 y 3 tendrán la posibilidad de

elegir entre externalizar esta función o desarrollarla a través de una unidad de auditoría interna.

En cuanto a principios generales destacan el de independencia, capacidad del personal a cargo, la metodología sobre la cual se debe realizar la función, y la necesidad de contar con un plan anual.

vi. Información de incidentes operacionales

Respecto de este requisito la NCG N° 502 ha dividido su tratamiento en 2, primero, en el registro y comunicación de incidentes operacionales y, segundo, en el registro y comunicación de pérdidas operacionales.

Incidente operacional es toda situación que “afecte la continuidad del negocio, los recursos e información de la entidad o de sus clientes y la calidad de los servicios”⁷⁴. Luego, la NCG N° 502 menciona este requisito solo respecto de entidades del bloque 3, sin señalar en forma alguna a entidades de los bloques 1 y 2.

Las entidades deberán contar con un funcionario encargado de reportar tales incidentes en un plazo no superior a 2 horas desde que ocurran. Adicionalmente la CMF puede solicitar el informe interno a la entidad en cuestión y el directorio de la misma debe ser informado constantemente.

Luego, pérdida operacional es “toda pérdida financiera resultante de la materialización del riesgo operacional de acuerdo con lo definido anteriormente”⁷⁵, vale decir, de acuerdo con la definición de incidente operacional. Al respecto de este requisito, la NCG N° 502 es más clara: entidades de los bloques 1 y 2 quedan eximidas de informar estas pérdidas.

Así tenemos que las entidades del bloque 3 deberán informar todas las pérdidas operacionales que sean mayores a 150 UF dentro de los 15 días hábiles siguientes a los cierres de los meses de junio y diciembre de cada año. Para dicho

⁷⁴ NCG N° 502, capítulo IV, acápite C.7.1.

⁷⁵ NCG N° 502, capítulo IV, acápite C.7.2.

efecto la entidad debe contar con un registro y además debe diferenciar entre pérdidas brutas y pérdidas netas.

b.5 Capacidad Operacional

De igual modo, la NCG N° 502 fija el requisito de acreditar a la CMF la capacidad operacional a quienes pretendan prestar servicios financieros como de SAT, enrutamiento de órdenes, así como también servicios de intermediación y custodia de instrumentos financieros. En consecuencia, las PFC estarían libres de estos requisitos, al igual que de aquellos relacionados con la gestión de riesgos operacionales.

En concreto, las entidades SAT objeto de este trabajo deben acreditar fehacientemente a la CMF que cuentan con la infraestructura tecnológica necesaria para soportar el tráfico que sus negocios producirán durante los primeros 3 años luego de obtener su autorización para prestar servicios, lo que deberán hacer entregando al ente regulatorio la documentación que dé cuenta de las pruebas y estimaciones que hayan realizado para tal efecto.

Adicionalmente, las entidades de los bloques 2 y 3, deberán acompañar un certificado emitido por tercero que haya realizado las pruebas ya mencionadas bajo estándares internacionales.

4.2 Caso de estudio

Siguiendo a Devoto y Marquet⁷⁶, es posible ver que en nuestro país un caso emblemático de *equity crowdfunding* es el de la plataforma intermediaria Broota. Dicho agente en particular, con anterioridad a la publicación de la Ley Fintech, hacía uso de dos estrategias mencionadas en el presente trabajo, cuales son la utilización de la estructura societaria de las SpA, y la utilización de ofertas/solicitudes de financiamiento nominativas.

⁷⁶ Devoto Toledo & Marquet Standen, 2020 p. 98-102.

En cuanto al uso de las SpA, Broota accedía a las mismas principalmente para evitar las obligaciones de registro del artículo 5 de la LMV⁷⁷, sin perjuicio de que ello reportaba de igual modo todas las ventajas mencionadas en el acápite b precedente.

Así mismo, la plataforma en cuestión hacía un uso ejemplar de las comunicaciones nominativas a través de correos electrónicos, todo con el fin de evitar el concepto de oferta pública de valores de la LMV y hacer eco de las excepciones establecidas por las NCG N° 336 y N° 452 de la Comisión para el Mercado Financiero. Esto lo realizaban en la práctica, primero, exigiendo un registro previo a todos sus clientes e inversionistas asociados, y segundo, a través de invitaciones individuales a participar en rondas de financiamiento enviadas mediante correo electrónico⁷⁸.

Luego, con estrategias similares a las de Broota y haciendo uso de las delimitaciones aportadas las NCG N° 336 y N° 452 al concepto de oferta pública, en nuestro país se funda en el año 2019 la plataforma Uper, la que también destaca por ser uno de los dos únicos casos de éxito en el mercado chileno del *equity crowdfunding*.

⁷⁷ Devoto Toledo & Marquet Standen, 2020 p. 101.

⁷⁸ Devoto Toledo & Marquet Standen, 2020 p. 101-102.

CAPÍTULO II: EQUITY CROWDFUNDING EN EL DERECHO COMPARADO

1. Generalidades

El *equity crowdfunding* no es una invención reciente, de igual forma, tampoco lo es su popularidad a nivel internacional. Los primeros ejemplos de *crowdfunding*, no financiero, datan incluso de hace ya un par de siglos⁷⁹; mientras que el auge de dicho mecanismo y sus distintas variantes puede ser trazado, aproximadamente, a partir de hace poco más de una década con la crisis económica del año 2008⁸⁰.

El mecanismo en cuestión, en la variante que nos atañe, viene siendo utilizado desde hace varios años a través del globo, pero sólo recientemente ha sido objeto de regulación por parte de los legisladores internacionales, esto en razón de lo complejo de la materia y de lo difícil de poder prever todas las posibles atentados a los distintos bienes jurídicos en juego ya mencionados en el capítulo 1 precedente. No es baladí que la *Securities and Exchange Commission* (SEC), de los Estados Unidos de América, recién haya iniciado sus esfuerzos legislativos, por orden legal emanada de la Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act), alrededor del año 2013⁸¹.

Sin perjuicio de las distintas normas que, desde el año 2013 y en adelante, han sido creadas alrededor del mundo, es necesario hacer la apreciación de que la mayoría han sido pensadas, primero, como normas reguladoras del sector de las Fintechs por separado, así como también aquellas relacionadas con el *crowdfunding* considerado como un todo, sin atender a las características de cada clasificación identificada previamente, cuestión que reduce, en mayor o menor medida, su eficacia, pues tales disposiciones forzosamente tendrán que dejar de atender las particularidades de las distintas situaciones jurídicas en las que se ven involucrados

⁷⁹ Devoto Toledo & Marquet Standen, 2020 p. 11.

⁸⁰ Devoto Toledo & Marquet Standen, 2020 p. 13-14.

⁸¹ Securities and Exchange Commission, 2013 Recurso online.

los agentes, mencionados en el capítulo 1, y, por ende, no podrán proteger de forma equitativa los distintos -y a veces contrapuestos- bienes jurídicos en juego.

En razón de lo anterior el presente trabajo busca poder analizar distintas legislaciones, con el fin de poder aprender de ellas, de sus aciertos y errores, para así poder entregar herramientas al legislador, con el fin último de poder aportar mayores antecedentes a la discusión de la regulación de este mecanismo de financiamiento en nuestro país.

El análisis mencionado se centrará en primer lugar en aquellos países cuya tradición legislativa mantiene una mayor similitud con nuestro ordenamiento jurídico, en particular dentro de América Latina, dada su relevancia y cercanía geográfica. Luego procederemos a revisar someramente distintas tradiciones normativas (Derecho Continental Europeo, Common Law, Derecho Asiático) con el fin de poder revisar una perspectiva distinta sobre la materia.

2. Regulación en Latinoamérica

2.1 México

Los Estados Unidos Mexicanos, en el año 2018, lograron marcar la pauta dentro de la región estableciéndose como uno de los primeros dentro de la región en regular el instrumento de financiamiento objeto del presente trabajo. Así es como, el día 9 de marzo de dicho año, fue dictada la “Ley para regular las Instituciones de Tecnología Financiera”. La misma fue complementada por las “Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Instituciones de Tecnología Financiera”, del 10 de septiembre de 2018.

La ley se centra en el concepto de Instituciones de Tecnología Financiera (“ITF”), a las que, en su artículo 4 numeral XVI, equipara con las instituciones de financiamiento colectivo y con instituciones de fondos de pago electrónico. A su vez, el artículo 15 de la mencionada norma, define a las ITF de financiamiento colectivo, las que en concreto serían las plataformas digitales, o intermediarios del *crowdfunding*; para luego mencionar los distintos tipos de variantes del mecanismo

en cuestión. Mientras que el artículo 22 de la misma ley, se encarga de las ITF de fondos de pago electrónicos, que se corresponden con las comúnmente denominadas “billeteras virtuales”. También cabe mencionar que la ley en comento considera una breve regulación de las operaciones con activos virtuales o criptomonedas.

De lo anterior, ya podemos dar cuenta de cómo el legislador mexicano decidió aunar dentro de un solo esfuerzo legislativo a diversas situaciones jurídicas, sumamente dispares entre sí. Lo anterior, dado que el objetivo del legislador mexicano estaba conectado principalmente con el potencial del sector Fintech, pues el mismo le permitiría reducir “la brecha de la exclusión rural, para la democratización financiera y la inclusión social”⁸².

Sin embargo, sí es posible reconocer que la norma logra identificar distintos tipos de sociedades Fintechs, atendiendo a sus distintas características y entregando normas diferenciadas para todas las clasificaciones identificadas.

Luego, y atendiendo a las Instituciones de Tecnología Financiera que nos atañen, son los artículos 15 a 20 los que se encargan de determinar el alcance de la ley publicada en 2018, al menos dentro de lo que corresponde al *equity crowdfunding*. Así tenemos que la norma se encarga de regular exclusivamente a las plataformas intermediarias, así mención de los deberes de tales entes regulados con respecto de los demás agentes involucrados y del organismo regulador, rol que es entregado a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (“**CNBV**”) de México.

Ahora bien, el loable esfuerzo y encomendable logro del legislador mexicano, si bien tuvo un temprano impulso de parte de los entes regulados⁸³, consideramos no logró contemplar a todos los agentes involucrados dentro del *equity crowdfunding*, toda vez que solo se encarga de regular a las plataformas digitales o intermediarios, dejando de lado la regulación tanto de las sociedades financiadas como de los inversionistas que aportan su capital.

Respecto a procedimientos y requisitos para obtener una “licencia” como ITF, la ley comentada y sus Disposiciones Generales, se encargan de establecer un proceso administrativo de doble escalafón el que, en su primera etapa, exige de los fundadores de una ITF una larga y minuciosa lista de requisitos y actos necesarios

⁸² Sosa Babina, 2023, p.59.

⁸³ Sánchez, 2016 p. 1.

para obtener una autorización de parte de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores para constituir la sociedad propiamente tal; para luego, en una segunda etapa, volver a exigir el cumplimiento de una nueva lista de requisitos y supuestos necesarios para obtener, nuevamente de parte de la CNBV, una autorización para que la ITF pueda por fin recién operar y comenzar a funcionar con normalidad.

Cabe mencionar que la normativa analizada también considera la aplicación de nuevas tecnologías dentro del sector financiero, a través del concepto de modelos novedosos, definido en el artículo cuatro numeral XVII como “*aquel que para la prestación de servicios financieros utilice herramientas o medios tecnológicos con modalidades distintas a las existentes en el mercado al momento en que se otorgue la autorización temporal en términos de esta*”, cuya aplicación práctica permitiría a los agentes intermediarios entrar a una instancia de prueba o *sandbox* regulatorio, a través del cual la CNBV podría supervisar detalladamente y sin perder de vista el efecto de las nuevas tecnologías digitales aplicadas al sector financiero. El procedimiento para obtener una “licencia” como ITF a través de modelos novedosos no difiere mucho de la modalidad normal o sin nuevas tecnologías. El principal punto de contraste entre ambos medios se condice con ligeros cambios a las etapas del procedimiento y al hecho específico de que las ITF que apliquen innovaciones tecnológicas a sus modelos de negocios, podrán comenzar a operar dentro de un espacio controlado de prueba, una vez obtengan su primera licencia (temporal), los que les daría cierta ventaja económica por sobre las ITF que sigan un procedimiento de licenciamiento normal, toda vez que el largo proceso para obtener las autorizaciones de la Comisión Nacional Bancaria y Valores se podría realizar al mismo tiempo que actividades económicas que le permitan al emprendimiento generar un flujo de capital que le permita sobrevivir en el tiempo. Sin embargo, y pese a la ventaja recién mencionada, las plataformas intermediarias que entren al *sandbox* regulatorio no se librarán de la larga y minuciosa lista de requisitos necesarios para obtener su licencia, manteniéndose por ello, en gran parte, la rigurosidad legislativa para con este mercado y método de financiamiento en particular.

En ese sentido concreto, y luego de revisar las disposiciones mencionadas, la normativa mexicana destaca en lo estricta y detalladas que son las condiciones mínimas que se exigen a los intermediarios del *crowdfunding* en general. Pareciera ser que el legislador mexicano solo consideró las ansias de otorgar seguridad a los

demás agentes involucrados, preocupaciones que tenían el fin último de poder impulsar la inversión en este particular sector⁸⁴, pero que luego de ser el único enfoque aplicado, han terminado produciendo justo lo contrario.

Dicho análisis no es nuevo. Es más, el mismo ya venía siendo realizado durante el mismo año en el que fue publicada dicha ley, con conclusiones que evidenciaban tempranamente que la norma citada se convertiría en un “...*intento del Estado Mexicano de recuperar su soberanía en un delicado terreno*”⁸⁵, a saber, el terreno de lo digital. En razón de lo anterior, ya se vislumbraba que la ley en comento se terminaría convirtiendo en una restricción para la “...*participación de oferentes y consumidores en el espacio virtual y conlleva una regulación contradictoria con la constante innovación de la economía virtual.*”⁸⁶

La conclusión anterior nos permite señalar que, dentro de todos los objetivos que a nuestro juicio debiese tener en mira una legislación adecuada para el *equity crowdfunding*, la legislación mexicana se ha encargado de proteger solo la certeza jurídica de que los intermediarios no incurrirán en actividades ilícitas, que no atentarán en contra de los usuarios financieros y de que cumplirán con la amplia gama de obligaciones en materia de Prevención del Lavado de Dinero y Financiamiento del Terrorismo. Lamentablemente no podemos decir lo mismo respecto de la protección e impulso a la inversión, así como tampoco lo podemos mencionar respecto a la protección a los inversionistas.

Como ejemplo podemos mencionar como la ley citada previamente regula tanto el tipo de cuentas desde y hacia las cuales las ITF pueden recibir dinero, cómo utilizar dichos dineros y diversas normas estrictas respecto de su contabilidad⁸⁷; así también, la normativa mantiene un capítulo dedicado a las causales de suspensión y revocación de la autorización, uno dedicado a distintas sanciones por incumplimiento y un capítulo especialmente dedicado a otras obligaciones misceláneas, sin embargo, lo que da cuenta de cómo el legislador mexicano se encargó de erigir un complejo entramado de obligaciones previas a la constitución y uno aún más enrevesado después de la misma.

⁸⁴ Devoto Toledo & Marquet Standen, 2020, p. 98-102.

⁸⁵ Figueroa Díaz, 2018 p. 193.

⁸⁶ Devoto Toledo & Marquet Standen, 2020 p. 193.

⁸⁷ Ley para regular a las Instituciones de Tecnología Financiera, 2018 Arts. 44 a 55.

Así tenemos que, por una parte, como ya mencionábamos, esta normativa con tal grado de rigidez y con su alto estándar de cumplimiento, más bien parece desincentivar la inversión y la proliferación de intermediarios, pese a que las circunstancias de las Pymes en México sea similar a las del resto de Latinoamérica y lo requieran más que otros países⁸⁸. En ese sentido la normativa se traduce en un costo asociado a la inversión y como una mayor dificultad para que los inversionistas puedan acceder a este tipo de iniciativas. Así mismo, tenemos que esta normativa, al tratar principalmente sólo a los intermediarios del *equity crowdfunding*, no podría proteger por completo a los inversionistas puesto que se estarían dejando de lado las posibles responsabilidades en las que podrían incurrir las sociedades financiadas, en circunstancias en las que es necesario poder determinar con certeza cuando, y por qué motivos, la sociedad responsable será o no responsable de los posibles perjuicios causados a los inversionistas. La norma analizada pareciera indicar que los únicos responsables dentro de este esquema de negocio serían los intermediarios, cuestión con la que estamos en completo desacuerdo.

2.2 Colombia

También en el año 2018, pero unos meses más tarde que el estado norteamericano analizado previamente, la República de Colombia emitió su primera regulación del *crowdfunding*, en su variante financiera, a través del Decreto Número 1357 de 2018, el cual, a diferencia de muchas otras normas, se encarga de regular solo este mecanismo de financiamiento en particular.

Lo anterior queda en evidencia en su artículo número 2.41.1.1.1. el que señala claramente “...*El presente Libro regula la actividad de financiación colaborativa a través de la emisión de valores...*”, para luego, en el mismo artículo, mencionar que “...*El presente Libro no regula las financiaciones que tengan como destino la realización de una donación o la recepción de un servicio o bien, que sea distinto a un valor en los términos del artículo 2º de la Ley 964 de 2005...*”.

⁸⁸ Gonzáles, Saavedra García, & Valdés Medina, 2021, p.16

Queda de manifiesto que el Estado Colombiano se decidió por una aproximación mucho más específica y especializada, en vez de intentar abarcar mucho en un solo esfuerzo legislativo. No obstante, regular en un solo cuerpo normativo tanto al *crowdfunding* mediante la emisión de deuda y al *crowdfunding* mediante la emisión de acciones/*equity*.

Dicho enfoque especializado le permitió al legislador poder abordar la materia con objetivos mucho más claros, tomando gracias a ello medidas considerablemente mejor adaptadas a la realidad y particularidades de este mecanismo de financiamiento, toda vez que la cantidad de bienes jurídicos a proteger se reduce proporcionalmente en relación a la reducción de situaciones jurídicas a regular.

La norma en cuestión se encuentra dividida en distintas secciones: la primera de ellas se centra en los distintos agentes involucrados, ya identificados previamente en el acápite 3 del Capítulo I de este trabajo; luego, la segunda sección se encarga del contenido de los títulos representativos de valores -deuda o *equity*- emitidos por la sociedad financiada, y; la tercera y última sección se dedica a la circulación de dichos valores. La sola estructura de la disposición legal en comento, nos permite corroborar como su especialización le ha permitido abordar con mayor precisión las situaciones jurídicas identificadas en el capítulo 1 precedente.

En cuanto a los intermediarios del *equity crowdfunding*, tenemos que el Decreto citado, en su artículo 2.41.1.1.4., que trata de los requisitos para poder constituir y comenzar a operar una sociedad dedicada al financiamiento colaborativo, nos redirige al artículo 53 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero de Colombia, el que señala los requisitos básicos formales para constituir una entidad vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC en adelante), equiparando por tanto, a las plataformas digitales de *crowdfunding* con otras entidades financieras tales como bancos, aseguradoras, entre otras. Luego, el mencionado artículo señala la necesidad de las plataformas de inscribirse en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores, adoptar medidas para garantizar la continuidad de sus servicios y disponer de procedimientos y mecanismos adecuados de que aseguren el funcionamiento interno de la entidad.

Si bien, al comparar estos requisitos de constitución con los establecidos por el legislador mexicano, los establecidos por el legislador colombiano, a primera vista,

aparecen como más atenuados o flexibles, esto no es completamente cierto. Lo anterior se debe a que, al equiparar a las plataformas intermediarias con bancos e instituciones financieras, se les está exigiendo un grado de responsabilidad que supera con creces el nivel de riesgo asociado a sus operaciones, esto porque si bien tienen a su cargo los recursos del público y de los inversionistas, los montos de tales capitales no son comparables con los montos de capital manejados por una entidad bancaria o aseguradora. Así mismo, el requisito de inscripción en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores, se configura como una etapa procedimental que, en primer lugar, parece improcedente, pues las plataformas intermediarias normalmente se dedican a ser el lugar de encuentro entre financiados e inversionistas, más que a ser agentes que transen directamente los valores de los financiados; y, en segundo lugar, el requisito parece estar en evidente contradicción con el artículo 2.41.5.3.6., el que establece la prohibición de que los valores emitidos sean transados tanto en el Mercado Principal de Valores como en el Secundario. Pese a que pueda argumentarse que los intermediarios transan de forma indirecta los valores al publicarlos para el conocimiento de los inversionistas y que por ende el lugar de encuentro facilitado se convertiría en una especie de mercado alternativo, la verdad es que el intermediario no es parte contratante y normalmente no tampoco va a asesorar al inversionista sobre cuáles títulos valores adquirir y cuáles no, además existe tanto una prohibición para tal conjunción de actividades en el numeral 1º del artículo 2.41.2.1.3. de la norma en comento como una obligación de señalar al público que la plataforma no es un intermediario de valores, de acuerdo a lo señalado por el numeral 5 del artículo 2.41.2.1.6., por lo que difícilmente podría calificar como agente del mercado de valores; así mismo, si los valores emitidos por las sociedades financiadas no se pueden transar en los mercados formales entonces el registro requerido para los agentes de dichos mercados se vuelve contradictorio e innecesario, toda vez que cumpliría el mismo objetivo que la autorización de constitución y funcionamiento de la entidad, fin que se condice con probar que la entidad se encuentra supervisada y autorizada por la Superintendencia Financiera de Colombia para realizar actividades de financiamiento colaborativo.

Luego, respecto de las prohibiciones establecidas para las plataformas intermediarias, consagradas en el artículo 2.41.2.1.3. ya citado, nos parecen acertadas, toda vez que se encargan de uno de los principales riesgos asociados al

equity crowdfunding desde la perspectiva del inversionista, cual es el conflicto de interés del intermediario.

En cuanto a la disposición del artículo 2.41.2.1.5., sobre el reglamento de funcionamiento, consideramos es una norma acertada en varios puntos, pero un tanto excesiva o redundante en otros. Así pues, los numerales 1 a 7 hacen alusión a situaciones que, además de cambiar constantemente dependiendo de las circunstancias particulares de cada momento (derechos y obligaciones entre contratantes), también se refieren a situaciones cotidianas que no requieren de tanta atención o que de todas formas deben ser informadas entre contratantes, dadas otras normas generales, por lo que la consagración de dichos deberes en el reglamento pareciera ser superflua o estar mal ubicada, pues podría haberse tratado en las normas sobre transferencia de información entre agentes involucrados.

No sucede lo mismo con las normas de los artículos 2.41.2.1.6., 2.41.2.1.7. y 2.41.2.1.8., los que establecen diversos niveles de comunicación y traspaso de información recién referidos, transmisiones que se deben producir desde la entidad de financiamiento colaborativo hacia sociedades financiadas e inversores, así como también al público general, cuestión que a nuestro juicio es fundamental para el correcto funcionamiento del sistema normativo alrededor del *equity crowdfunding*. Ahondaremos sobre este punto en el tercer capítulo de este trabajo.

Luego, al momento de regular a las sociedades financiadas, el Decreto 1357 de 2018 parte con los deberes de información respecto de estos agentes, cuestión que encontramos no es baladí, toda vez que las sociedades financiadas, como todo ente que emite valores al público general, debe cumplir con diversas formalidades que le aporten seguridad tanto al sistema financiero como a los inversionistas y demás agentes involucrados. En ese sentido, destacamos la norma de la letra e, del numeral 6 del artículo 2.41.3.1.1., toda vez que le permite al organismo supervisor tener un mayor conocimiento, y en cierta medida control, de posibles riesgos que afecten desde el ámbito en el que se desenvuelven tales intervinientes.

Sin embargo, pese a lo positivo de la norma sobre información recién comentada, los artículos 2.41.3.1.2. y 2.41.3.1.3., que conllevan limitaciones de montos a invertir, cantidad mínima de inversionistas y plazo para la oferta de valores, pueden parecer un tanto más restrictivas, aunque no es difícil entender el porqué.

Esto queda de manifiesto al notar el grado de experiencia en el mercado que normalmente tienen las sociedades financiadas a través del *equity crowdfunding*, el que tiende a ser bajo dada su calidad de *start-ups*, y por ende no limitar la cantidad de inversión máxima por cada inversionista supone un mayor riesgo sistémico; así mismo, la cantidad mínima de aportantes y el plazo máximo de publicación de la oferta, atienden a la necesidad de conseguir y calificar lo que es un proyecto de financiamiento exitoso.

Luego, respecto a los inversionistas y los títulos valores emitidos, la norma establece distintas reglas sobre requisitos mínimos para cada uno, distingue entre inversionistas calificados y no calificados, y también establece la prohibición de hacer circular los valores en los mercados secundarios de valores.

Por último, cabe mencionar que el mismo año 2018, la SFC dio comienzo a una iniciativa encaminada a la apertura del sistema financiero colombiano para las compañías denominadas Fintechs a través de dos vertientes: una instancia educativa y de acompañamiento de la entidad gubernamental para con las sociedades del sector, llamada elHub, y; una instancia de *sandbox* regulatorio, denominado laArenera; dicha iniciativa no cuenta con una regulación clara, pues depende completamente de la Superintendencia al haber sido creada dentro de sus facultades. Tal iniciativa ha sido bien recibida, pues permitió que el ecosistema financiero y las entidades vigiladas por la SFC -incluyendo a las que desarrollan el financiamiento colaborativo o *equity crowdfunding*- se abriera a la posibilidad de introducir nuevas tecnologías que generen nuevas oportunidades dentro del mercado, mejorando sus condiciones considerablemente.

Posteriormente, el legislador colombiano dictó el Decreto 1234 de 2020, el que vino a ser una consagración legal de un espacio de prueba o *sandbox* regulatorio para las Fintechs, sin que por ello se haya derogado la instancia comprendida por laArenera, junto con la cual convive actualmente dentro de dicho ordenamiento jurídico.

Ahora bien, el ordenamiento antes expuesto adolece de la siguiente problemática: su excesiva rigidez. Es dicho problema el que no ha permitido que el ecosistema del *equity crowdfunding* no tenga el desarrollo esperado. Lo anterior debido a las reglas relativas a los límites de inversión y, en particular, a las reglas que

establecen los requisitos de divulgación y reportes, lo que se traducen en un requisito oneroso y una barrera de entrada para nuevos actores en el mercado⁸⁹.

2.3 Argentina

La República Argentina fue pionera en América Latina a la hora de regular el *equity crowdfunding*. Ya en marzo 2017, con la dictación de la ley 27349, se regularon las generalidades del mecanismo, el que fue denominado financiamiento colectivo, y cuyos detalles fueron establecidos por la Resolución General N° 717 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) de diciembre de 2017.

La normativa en cuestión sigue de cerca los ejemplos del derecho comparado (fuera de América Latina), y al igual que en el resto de los países de la región que han regulado la materia -a los que probablemente inspiró en alguna medida- el centro de la regulación son las plataformas intermediarias.

Como primer detalle importante a destacar al respecto, es necesario mencionar como esta normativa es sumamente específica: regula solamente al *crowdfunding* financiero en su modalidad de emisión de títulos acciones de la sociedad financiada. El *crowdfunding* basado en deuda es mencionado, al excluirse cualquiera de sus variantes en las que los títulos de deuda no sean convertibles a acciones. Esto le permite al legislador argentino poder establecer normas mucho más adecuadas para el mecanismo en cuestión.

Esto queda de manifiesto en la lista de requisitos, obligaciones y prohibiciones consagradas para los intermediarios. Así tenemos que, en cuanto a requisitos, además de condiciones formales para la constitución, destacan aquellos relacionados con auditoría externa, comunicación de información a la CNV y aquellos relacionados con las estructuras internas de los intermediarios. Esto destaca puesto que deja entrever el objetivo último de la supervisión de la Comisión, cual es la primacía de la información sobre el intermediario por sobre establecer reglas estrictas sobre condiciones materiales que puedan transformarse en restricciones a los agentes.

⁸⁹ Ortiz Ferro & Valencia Franco, 2023, p. 19.

En lo que se refiere a actividades permitidas, destaca como el legislador argentino tuvo la altura de miras para permitir a los intermediarios el poder desarrollar actividades conexas a su giro principal, siempre y cuando estas no entren en conflicto con las obligaciones y prohibiciones establecidas en la misma normativa, las que claramente tiene por fin último el poder evitar posibles conflictos de interés. En ese sentido, la norma supo ser más flexible que sus contrapartes de los demás países latinoamericanos, permitiendo, a fin de cuentas, que los intermediarios desarrollen cualquier actividad que no se configure dentro de los supuestos de algún conflicto de interés, en circunstancias de que, en la mayoría de las demás normativas mencionadas, los intermediarios deben ser sociedades con objeto único, cuál es el desarrollo del *equity crowdfunding*.

Ahora bien, respecto a prohibiciones, es notable como el reglamento dictado por la CNV logra un nivel de precisión sumamente alto al enumerar las distintas causales que pueden configurar un posible conflicto de interés en el accionar de los intermediarios regulados. Nuevamente queda en evidencia como la especialización normativa permite un mayor grado de precisión y, por ende, un mayor grado de efectividad al regular una situación jurídica.

Sin embargo, también es necesario mencionar como el artículo 15 del Reglamento, sobre normas de conducta que deben seguir los intermediarios, parece cuando menos redundante. Esto en razón de que, salvo la letra a) de dicho artículo, las demás disposiciones de tal norma se encuentran ya mencionadas en varias ocasiones a través de otras -más detalladas- reglas.

Sin perjuicio de la apreciación anterior, la letra a) del artículo 15 del Reglamento tiene un mérito que, a nuestro juicio, es fundamental para el éxito de cualquier normativa que pretenda regular al *equity crowdfunding*. Esto se debe a que se consagran explícitamente los principios de transparencia, diligencia y objetividad, como pautas de conducta mínima de un agente involucrado en este mecanismo de financiamiento.

La importancia de esta consagración no radica en los principios particulares consagrados, salvo quizás el principio de transparencia, si no que más bien en el reconocimiento de que la materia requiere de pautas inspiradoras generales para

poder obtener normas eficaces y eficientes. Ahondaremos más sobre este tema en el tercer capítulo del presente trabajo.

Destacamos los artículos 22 a 24 inclusive del Reglamento de la Comisión, pues establecen con lujo de detalle los deberes de información del intermediario, cuestión que, como ya se ha mencionado previamente, es fundamental para el correcto funcionamiento del sistema. Esto queda patente en el artículo 29 de la norma, el que consagra como garantía el acceso a la información para la figura del responsable de la plataforma.

Llama la atención como a través de la normativa en comento, el legislador argentino ha investido, de la responsabilidad de corroborar los requisitos mínimos que deben cumplir las sociedades financiadas, a las plataformas intermediarias, dándoles el rol de fiscalizador del sistema. Nos parece acertada esta norma, pues el agente regulado se encuentra en una posición inmejorable para recabar dicha información y tampoco le representa un gasto extra significativo, toda vez que para poder conseguir contratar con proyectos exitosos dicha información sería recabada por ellos de todas formas.

De igual forma, llama la atención como se regularon límites a la cantidad de fondos que se pueden reunir con este método de financiamiento, a la cantidad máxima de aportes o inversiones individuales y al plazo durante el cual se puede mantener publicada la oferta de valores, pero no se reguló una cantidad máxima de inversionistas participantes de un proyecto de financiamiento colectivo, cuestión que contrasta con la mayoría de las demás reglas promulgadas en la región.

Por último, destacamos la norma que mayor atención nos merece dentro del Reglamento de la Comisión Nacional de Valores: el artículo 52 que consagra el Mercado de Reventa. Dicha norma permite a cada plataforma intermediaria, crear su propio mercado alternativo de valores, en el cual se pueden transar los valores de proyectos que han sido financiados a través de campañas realizadas por las mismas plataformas. En otras palabras, se permite la existencia de un mercado con oferta pública de valores “no regulado”, el que se encontraría por fuera del mercado de valores regulado por la CNV; claro está con la apreciación de que esa “no regulación” hace referencia a la gran cantidad de obligaciones que deben cumplir las sociedades

que participan de dicho mercado regulado. Está de más mencionar que dicha medida, en países como México, Colombia, Perú y Chile, eso no sería posible.

2.4 Perú

El legislador peruano solo recientemente dedicó sus esfuerzos al *equity crowdfunding*. En ese sentido, sólo recién en el año 2020 se dictó el Decreto de Urgencia 013-2020, en cuyo título IV se regula el financiamiento participativo, nombre que ha tomado tanto el mecanismo de financiamiento ya comentado, como el *crowdfunding* basado en emisión de deuda, en dicho país. Además de la instancia normativa mencionada, la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), publicó el día 20 de mayo de 2021 el reglamento para el decreto mencionado.

Así las cosas, frente a estos esfuerzos legislativos recientemente promulgados, podemos mencionar que estas normas se encargan principalmente de regular a las plataformas intermediarias, sus requisitos, obligaciones y prohibiciones, y solo existe un tratamiento somero respecto de los demás agentes involucrados, y el mismo sólo se encuentra en el reglamento publicado por la SMV.

La regulación a las plataformas viene nuevamente marcada por el proceso para su constitución, el que, en forma similar a las legislaciones mexicana y colombiana, requiere de dos instancias: una para estar autorizadas a constituirse y otra para ser autorizadas para iniciar a operar o funcionar. Así mismo, dichas instancias están marcadas por una amplia lista de requisitos a cumplir por parte de los intermediarios.

El decreto mencionado, su tratamiento directo de las plataformas, se encarga de regular estrictamente las actividades que pueden llevar a cabo tales entidades, así como también se encarga de consagrar una amplia gama de obligaciones y prohibiciones, limitando aún más su campo de acción. Si bien es posible entender que tal regulación extremadamente estricta tiene raíz, primero, en la rigidez de la normativa ligada al mercado de valores en el Perú y, segundo, a la necesidad de establecer límites claros con el fin de evitar posibles conflictos de interés; tales

medidas pueden llegar a transformarse en un gran desincentivo para que surjan nuevos agentes intermedios en este ecosistema.

Es más, la gran carga de obligaciones, y sus sanciones asociadas, genera costos adicionales que, dentro del ordenamiento jurídico peruano, pueden incluso llegar a ser motivo de responsabilidad tanto civil como administrativa, sin mayores justificaciones para ello⁹⁰. En ese sentido, el ideal de que, la normativa emanada del Reglamento publicado por la SMV, pudiese proteger a los inversionistas, al mismo tiempo que generase incentivos a la inversión y al crecimiento de este mercado financiero⁹¹, no se cumplió.

Así, la gran carga de obligaciones que deben cumplir las plataformas es comparable con la larga lista de requisitos establecidos por el legislador mexicano para estas entidades. La diferencia radica en como el legislador peruano ha sabido -afortunadamente- diferenciar al *equity crowdfunding* de otros tipos de emprendimientos Fintechs, en incluso de las vertientes no financieras del *crowdfunding*.

No obstante, las confusiones sobre la materia siguen existiendo en esta normativa. Así tenemos, en primer lugar, que el legislador peruano no ha sabido diferenciar entre aquellos intermediarios que administran los fondos de los inversionistas, de aquellos que no lo hacen. De igual forma y, en segundo lugar, no ha sabido regular flexiblemente la carga regulatoria, ni siquiera bajo un criterio de volumen de transacciones.⁹²

Dichas confusiones generan problemas asociados con, y generados a partir de, un estándar regulatorio que no sabe distinguir entre las distintas clases de entes regulados. En razón de lo anterior, se somete forma injusta a un estándar de responsabilidad sumamente alto, a entidades que no deberían porqué cumplir con tales estándares si sus niveles de riesgo asociados son mínimos. Debido a lo anterior es que el mecanismo en cuestión tiende ser promocionado por entidades no privadas, tales como universidades o corporaciones sin fines de lucro⁹³.

⁹⁰ Tovar Ayllón, 2021 p. 301.

⁹¹ Mercado Espinosa, 2021 p. 294.

⁹² Securities and Exchange Commission, 2013, p. 300-301.

⁹³ Fernández Bedoya, Gago Chávez, Meneses la Riva, & Suyo Vega, 2020, p. 7003

Por último, mencionar como las normas citadas dentro de este acápite, se refieren de forma muy escueta a las sociedades financiadas y, aún en menor medida, a los inversionistas. Sobre las primeras, solo se establecen requisitos formales para que puedan participar del financiamiento participativo; llama la atención la mención a posibles garantías para asegurar los títulos emitidos, en el numeral 8 del artículo 41 del Reglamento de la SMV. Sobre los segundos, solo se menciona la obligación de suscribir una declaración jurada con información sobre el conocimiento del inversionista respecto de las obligaciones del intermediario y, someramente, las obligaciones del inversionista, relacionadas con las instrucciones del mismo.

3. Regulación en algunos países la Unión Europea

3.1 Regulación general de la Unión Europea

En octubre de 2020, a través del Reglamento UE 2020/1503 (Reglamento para Servicios de Financiación Participativa o “**RSFP**”), el Parlamento de la Unión Europea (“**UE**”) fruto de los esfuerzos que se iniciaron en 2018, a través del “FinTech Action Plan” de la Comisión Europea, para regular al *crowdfunding*. Asimismo, el 2020 se publicó la Directiva UE 2020/1504, que vino a adecuar la normativa relativa a los mercados de instrumentos financieros en la región.

La norma mencionada parte señalando en sus considerandos números 5 y 6 que los diversos Estados miembros desarrollaron previamente sus propias legislaciones respecto del tema, adecuadas a sus propias realidades nacionales y, por ende, divergentes entre sí, creando por ello costos jurídicos que se transformaban en un desincentivo para la inversión transfronteriza y, por ello, en un detrimento para el mercado común europeo⁹⁴, al menos en cuanto al *crowdfunding* se refiere. No es de extrañar que un organismo plurinacional busque fomentar positivamente una regulación adecuada que pueda resolver y adaptar las distintas regulaciones a una normativa común. Lo anterior tiene sentido dentro del marco de proliferación de marcos regulatorios nacionales en varios de los estados de la Unión, lo que generaba

⁹⁴ Parlamento de la Unión Europea, 2020 p. 2.

una mayor incertidumbre para emprendimientos con miras a la expansión internacional⁹⁵.

Además, destaca como el Reglamento ha considerado también a las plataformas ya existentes dentro de los Estados miembros, al darles un plazo de 12 meses para poder adecuarse a la nueva normativa, la que entró en vigencia el día 10 de noviembre de 2021.

Al revisar el detalle del Reglamento en cuestión, podemos notar que el legislador europeo también ha optado por la creación de una norma especializada y enfocada solo en la variante financiera del *crowdfunding*, lo que queda claro en sus artículos 1 y 2. Ahora bien esta norma, al igual que otras de las normativas ya revisadas, se enfoca principalmente en los agentes intermediarios, más que en las sociedades financiadas y los inversionistas, quienes solo son vistos de forma residual.

Luego, al tratar a las plataformas intermediarias, denominadas Proveedores de Servicios de Financiación Participativa, destacan como no se estableció una estructura societaria obligatoria para estos agentes, así como también el que no se les haya dado un objeto único y obligatorio. Si bien el primer detalle claramente se encuentra motivado por la naturaleza y finalidad plurinacional del Reglamento, ello no le resta mérito como una herramienta adicional para los intereses de quienes busquen desarrollar este tipo de actividades con una mayor libertad de elección, pudiendo escoger el mecanismo que mejor les acomode dentro de todos los Estados miembros. Por su parte, el poder desarrollar objetos afines y/o complementarios a su actividad principal, representa un claro incentivo para estos agentes, sin perjuicio de la obligación de necesitar aprobación para operar tanto para el objeto principal como para todos aquellos objetos secundarios y accesorios, establecida en el artículo 13 de la norma comentada, ni del registro establecido en el artículo 14 que tiene fines de supervisión y publicidad.

Ahora bien, pese a la flexibilidad entregada, destaca como el RSFP se encarga de velar porque los intermediarios actúen honestamente, persiguiendo la equidad y la profesionalidad de sus colaboradores⁹⁶, lo que se traduce en políticas y

⁹⁵ Fonticiella Hernández, 2021, p. 63.

⁹⁶ Fonticiella Hernández, 2021, p. 65.

procedimientos definidos para cada área y gestión⁹⁷, diligencias relacionadas a las técnicas de Know Your Client o KYC⁹⁸, y una regulación específica y clara de los posibles conflictos de interés que deben evitar los intermediarios⁹⁹. En particular este último detalle nos parece en particular beneficioso para una correcta regulación del *equity crowdfunding*.

Otro importante incentivo es el del artículo 18, que establece como requisito para poder realizar las actividades de intermediario en otros países miembros de la unión, distintos al Estado que otorgó la autorización inicial, solo aportar información específica sobre el intermediario a la autoridad nacional competente, para que esta sea remitida a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), la que deberá revisar que la información esté conforme y actualizar el registro del artículo 14.

Cabe también mencionar como el legislador europeo excluyó a los intermediarios del *crowdfunding* de la obligación de cumplir con los requisitos exigidos a los participantes e intermediarios del mercado de valores de la UE¹⁰⁰. Lo anterior nos parece una medida sumamente acertada, pues permite separar ambos mercados y distinguir claramente entre las normas aplicables a cada uno.

Respecto de las actividades prohibidas a los intermediarios, llama la atención como el artículo 8 del Reglamento se encarga de establecer un listado con distintos supuestos considerados como conflictos de interés, así como también distintas obligaciones encaminadas a prevenir tal problemática.

Así mismo, resulta interesante el análisis de las disposiciones del artículo 11, toda vez que establecen garantías mínimas para un correcto desarrollo de la provisión de los servicios regulados, garantías cuyo objetivo principal es poder prever adecuadamente las posibles externalidades generadas por los riesgos inherentes a la actividad. Entre ellas destaca la necesidad de contar con recursos propios o con una póliza de seguros que cubra a terceros¹⁰¹, cuestión que nos parece de especial

⁹⁷ RSFP artículo 4.1.

⁹⁸ RSFP artículo 5.

⁹⁹ RSFP artículo 8, siendo los conflictos de interés específicos a evitar el que los intermediarios participen de los proyectos que promocionan y el no poder aceptar proyectos promovidos por sus socios cuando estos sean dueños del 20% o más de dichos proyectos (con la salvedad de que pueden admitirlos si se publica y transparenta dicha admisión en el sitio web del intermediario).

¹⁰⁰ Fonticiella Hernández, 2021, p. 63.

¹⁰¹ Fonticiella Hernández, 2021, p. 66.

atención, pues determina un régimen de responsabilidad a nuestro parecer adecuado al dar la cabida a un régimen de seguros.

En ese mismo sentido los artículos 19 y siguientes establecen un amplio espectro de obligaciones relacionadas con la protección de los inversionistas, pero, a diferencia de ordenamientos jurídicos como el mexicano o peruano, este catálogo de obligaciones hace referencia principalmente a deberes y principios de información y transparencia, dando cuenta de que al legislador europeo le interesa más generar confianza en los inversionistas a través de tales principios que a través de restricciones excesivas a los intermediarios. Esto queda claramente ejemplificado en lo detalladas que son las normas de los artículos 23 y 24 del Reglamento, que se encarga de establecer las condiciones mínimas de información sobre los proyectos - sociedades- que buscan financiamiento participativo.

Por último, otra disposición que merece nuestra atención es la del artículo 25, que establece la posibilidad de los intermediarios de crear un tablón con información respecto de aquellos de sus clientes que busquen revender títulos valores que adquirieron a través de ofertas en la misma plataforma intermediaria, estableciendo en la práctica la misma práctica consagrada por la legislación argentina.

3.2 España

En España el *crowdfunding* fue regulado mediante la Ley 5/2015 o Ley de Fomento de la Financiación Empresarial (“LFFE”), en la que el legislador español optó por una regulación específica solo respecto del *equity crowdfunding* y del *crowdlending*. Dicho enfoque le permitió al legislador abordar la materia en forma más específica y atendiendo a las necesidades propias del mecanismo en cuanto a protección de los inversionistas se refiere.

No obstante, y pese al carácter específico de la LFFE, ciertas normas que regulan a intermediarios nos parecen un desincentivo menor para nuevos actores, en atención a los montos establecidas en las mismas. Esto porque se establecen requisitos similares a los actores del mercado de valores español¹⁰². Así tenemos que

¹⁰² Fonticiella Hernández, 2021, p. 74.

se les exige contar con un capital mínimo de 60.000 euros o con alguna alternativa (aval, garantía o seguro) que cubra hasta 300.000 euros en daños y 400.000 euros al año ante cualquier evento. Ahora bien, el desincentivo lo consideramos menor en atención a que la posibilidad de cubrir el requisito a través de seguros nos parece una alternativa adecuada para también garantizar el régimen de responsabilidad ante inversionistas.

Ahora bien, el régimen de responsabilidad de la LFFE podría haber mejorado en cuanto a obligaciones de aprobación *due diligence* de las sociedades a financiar¹⁰³.

Por último, la LFFE establece distintas protecciones para inversionistas no acreditados: establece montos máximos de inversión (art. 82 LFFE); la garantía de que sea el intermediario quien vele por la aplicación de los límites de inversión (art. 89 LFFE); establecimiento de deberes de información por parte de intermediarios (art. 61 LFFE); y una limitación del porcentaje de participación del intermediario en los proyectos que promociona, que queda en un 10% (art. 63 LFFE) y que está en directa contravención al art. 8 RSFP antes revisado.

3.3 Francia

Por su parte, el legislador francés en 2014 optó por un régimen específico para el *equity crowdfunding* y para el *crowdlending*, mediante la publicación de la Ordenanza N 2014-559 y el Decreto N 2014-1053, siendo este último la normativa principal de la materia¹⁰⁴, y en el cual prescinde del régimen de 2 fases para autorizar intermediarios, exigiéndoles sólo un registro de su entidad en el registro Orias y de la clasificación bajo la cual operarán. En este sentido los intermediarios en Francia pueden optar por organizarse como “*Conseillers en Investissement Participatif*” (“**CIP**”) o como “*Prestataire de Service d’Investissement*” (“**PSI**”), siendo su principal diferencia el hecho de que los CIP solo pueden promocionar sociedades proyecto nacionales franceses tanto a particulares como a inversionistas institucionales,

¹⁰³ Fonticiella Hernández, 2021, p. 77.

¹⁰⁴ Barrière, 2021, p. 305.

mientras que los PSI pueden promocionar sociedades y proyectos de inversión de todos los Estados miembros de la UE.

Luego, las autoridades francesas que supervisan a los intermediarios, la Autorité des Marchés Financiers (AMF) y la Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), también tienen a su cargo el registro Orias de los intermediarios, en el que también se deben inscribir los intermediarios que realicen *crowdlending*¹⁰⁵.

3.3 Finlandia

En Finlandia el legislador reguló la materia mediante la publicación del Acta 734/2016, cuyo ámbito acotado, similar al de regulaciones como la francesa o la española, facilitó la regulación del *equity crowdfunding*, clarificó la responsabilidad de las autoridades supervisoras y mejoró la protección a los inversionistas para así diversificar el mercado financiero y promover la inversión¹⁰⁶. Es así como el legislador optó por regular principalmente a los intermediarios estableciéndoles un sistema de registro sin la necesidad de una autorización para operar, en razón de que dicho sistema de 2 fases se perfilaba como una verdadera barrera de entrada para nuevos actores, dados sus altos costos¹⁰⁷.

En particular destacamos como el legislador finlandés también reguló ciertos aspectos básicos de la entidad a financiar, tales como: la posibilidad de que la entidad a financiar sea una sociedad comercial o una fundación; la prohibición para entidades que se encuentren dentro de un proceso de quiebra o reestructuración, salvo que los inversionistas estén debidamente informados; y que la entidad a financiar no requiera obligatoriamente contar con una personalidad jurídica para acceder al *crowdfunding*.

Por último, destacamos como el legislador finlandés optó por establecer el requisito para los intermediarios de contar con un capital mínimo de 50.000 euros o con una póliza de seguros que cubra hasta 1 millón de euros en pérdidas y hasta 1.5

¹⁰⁵ Labouré, Melka, & Klein, 2019, p. 131.

¹⁰⁶ Kallio, 2021, p. 294.

¹⁰⁷ Kallio, 2021, p. 294.

millones de euros anuales. En particular destaca como dicha póliza debe compensar pérdidas de las que el intermediario sea responsable en virtud del Acta 734/2016.

4. Regulación en algunos países del Common Law

4.1 Estados Unidos

El mundo anglosajón, a través de los Estados Unidos de Norteamérica, fue a nivel global una de las primeras jurisdicciones que reguló al *crowdfunding*. La *Jumpstart Our Business Startups Act* (“**JOBS Act**”) fue dictada en 2012 y comenzó a aplicarse en 2016, regulando este mecanismo de financiamiento al excluirlo del marco regulatorio del mercado de valores y el registro obligatorio para entidades que participan del mismo, abriendo este mercado a los inversionistas no calificados y limitando el objeto de las plataformas al objeto único de intermediación. La JOBS Act fue complementada en 2016 por la *Regulation Act* de la *Security and Exchange Commission (SEC)*, la que, entre otras disposiciones, estableció límites a los montos que pueden ser invertidos por cada inversionista no calificado, atendiendo por ello al objetivo de protección y seguridad que había quedado pendiente en la JOBS Act.

4.2 Reino Unido

Por su parte, en el Reino Unido, la *Financial Conduct Authority (FCA)* publicó en marzo de 2014 la *Policy Statement PS14/4*, documento a través del cual se establecen condiciones regulatorias respecto de las normas propuestas y comentadas del *Consultation Paper CP13/13*, marco regulatorio para las variantes financieras del *crowdfunding*, haciendo eco del criterio de especialización utilizado en las normas vigentes en Argentina, Colombia y la Unión Europea. La PS14/4 tomó en consideración los comentarios de los regulados y del público, y en concretó enmendó varias de las normas propuestas en el CP13/13. En cuanto a las normas en concreto para el *equity crowdfunding*, destaca como la FCA realizó pocas modificaciones a su marco regulatorio para el mercado de valores, estableciendo condiciones mínimas

para que el mecanismo en cuestión pueda funcionar correctamente, condiciones que atienden a ciertos estándares y principios necesarios para ello, tales como una aproximación neutral a la tecnología¹⁰⁸, transparencia e información sobre riesgos a los inversionistas¹⁰⁹, divulgación de información y debida diligencia de los intermediarios¹¹⁰, distinción del nivel de riesgo para cada proyecto a financiar¹¹¹, entre otros. De igual forma, la FCA estableció un programa de educación e integración ciudadana denominado *Innovation Hub*, similar a la instancia colombiana de elHub, en la que permite a las personas y grupos sociales interesados en formar parte del mercado del *crowdfunding* puedan acercarse al marco regulatorio pertinente y evitar que no cumplan con sus obligaciones y requisitos por ignorancia.

4.3 Nueva Zelanda

En Nueva Zelanda, su aproximación regulatoria ha sido bastante exitosa respecto de la cantidad promedio de recursos conseguidos para cada proyecto/sociedad financiada, al mismo tiempo que ha obtenido mejores resultados - en comparación con el Reino Unido- en cuanto a sociedades financiadas que no han podido mantenerse a flote económicamente después de una campaña exitosa de financiamiento¹¹². Este Estado en particular, a través la *Financial Markets Conduct Regulations* de 2014, fijó normas para las plataformas intermediarias específicamente del *equity crowdfunding*, estableciéndoles un mayor rol y responsabilidades en cuanto a la regulación de este mercado. Su aproximación u objetivo es poder transformar a estos agentes en verdaderos controles de acceso al mercado regulado para este mecanismo de financiamiento, permitiendo que solo sociedades legítimas y prometedoras puedan acceder a él¹¹³, lo que a su vez permitiría que los riesgos inherentes al *equity crowdfunding*, relacionados con los agentes a financiar -fraude, liquidez, desempeño-, puedan ser reducidos.

¹⁰⁸ Financial Conduct Authority, United Kingdom, 2014, p. 40.

¹⁰⁹ Devoto Toledo & Marquet Standen, 2020, p. 41.

¹¹⁰ Devoto Toledo & Marquet Standen, 2020, p. 41.

¹¹¹ Devoto Toledo & Marquet Standen, 2020, p. 38.

¹¹² Ande & Kavame Eroglu, 2021 p. 559.

¹¹³ Schwartz, 2018 p. 931.

4.4 Australia

Por último, el Estado de la Mancomunidad de Australia, reguló al *crowdfunding* a través de diversas normas, en concreto la *Corporations Amendment (Crowd-sourced Funding) Act* de 2017, la *Corporations Amendment (Crowd-sourced Funding for Proprietary Companies) Act* de 2018, la “*Regulatory Guide 261 – Crowd-sourced funding: Guide for Companies*” de Octubre de 2018 (versión actualizada al 2020 disponible en www.asic.gov.au), de la *Australian Securities and Investments Commission* (“**ASIC**”); y la “*Regulatory Guide 262 – Crowd-sourced funding: Guide for Intermediaries*” del 18 de Octubre de 2018, también de la ASIC. En las mismas, el legislador australiano considera a las plataformas intermediarias como proveedores de servicios financieros, motivo por el cual deben cumplir con las regulaciones del marco regulatorio de dicho mercado. En razón de lo anterior es que las normas de dicho Estado centran sus esfuerzos en estos agentes, los que deben fungir como controladores del acceso al mercado del *equity crowdfunding*, en forma similar a lo que sucede en Nueva Zelanda.

5. Regulación en algunos países de Asia

5.1 Singapur

La República de Singapur es otro Estado que se ubica entre los primeros en regular al *equity crowdfunding*, esta vez dentro del sector asiático, en conjunto con Malasia y Japón. En 2015 la *Monetary Authority of Singapore* (“**MAS**”) publicó el *Consultation Paper P005-2015*, a través del cual la autoridad propuso que los proyectos a financiar fueran accesibles sólo a inversores ángeles y a inversionistas calificados o sofisticados. Sumado a lo anterior, la propuesta en cuestión vino a intentar acomodar y flexibilizar distintas barreras propias de la legislación de dicho Estado a las necesidades de las variantes financieras del *crowdfunding*, en específico de la variante objeto de este estudio, entre las que destacan las restricciones a la oferta de valores y el límite máximo de accionistas establecido para sociedades

privadas¹¹⁴, todo con la finalidad de poder regular este “nuevo” fenómeno sin necesidad de alterar el marco regulatorio ya existente en el país.

En 2016, la MAS publica un documento oficial a través del cual la autoridad da respuesta a las opiniones y críticas aportadas por los agentes regulados y la comunidad general, especificando, aclarando y flexibilizando sus propuestas, o señalando que no era necesario modificar la regulación propuesta, dado que el marco jurídico del momento permitía las actividades comentadas por los regulados¹¹⁵.

No es sino hasta 2018, con la Circular N° CMI 27/2018, que el Estado de Singapur, a través de la MAS, dicta nuevas normas relacionadas con las variantes financieras del *crowdfunding*. Dichas normas atienden a distintas situaciones, estableciendo nuevas obligaciones para los agentes involucrados, en particular a las plataformas intermediarias, las que en virtud de tales disposiciones ahora mantienen un rol más similar al de los controladores de acceso en Nueva Zelanda, pero con diferencias. Entre tales obligaciones podemos destacar: los chequeos de debida diligencia y el manejo del incumplimiento de y a las sociedades financiadas, así como también la obligación de publicar y transparentar información respecto de los tipos de interés (*debt crowdfunding*) y de los incumplimientos o deudas impagas de las sociedades financiadas (*debt* y *equity crowdfunding*).

5.2 Japón

El Estado del Japón inició su regulación del *equity crowdfunding* a través de una reforma a la *Financial Instruments and Exchange Act* (“**FIEA**”) del año 2014, la que principalmente significó una flexibilización de las normas del marco regulatorio del mercado de valores japonés y la introducción de nuevas medidas de protección para los inversionistas¹¹⁶.

La primera medida a destacar es la introducción del concepto de *e-soliciting*, el que en definitiva se limita a consagrar la solicitud u oferta de propuestas de

¹¹⁴ Hu, 2015 p. 64.

¹¹⁵ Monetary Authority of Singapore, 2016 p. 4.

¹¹⁶ Haturu, 2016 p. 7.

financiamiento a través de -exclusivamente- medios digitales, limitando los medios a los sitios web y a correos electrónicos¹¹⁷.

Luego, entre las medidas de protección a los inversionistas, destacan las normas de los artículos 43-5 y 35-3, las que establecen obligaciones para las plataformas intermediarias, deberes ligados principalmente con el principio de traspaso de información completa y suficiente a los inversionistas y a la *Financial Services Agency* (“FSA”, autoridad supervisora del mercado de valores japonés), así como también relacionados con la obligación de establecer un marco de control de negocios que permita una operación equitativa e imparcial para todos sus clientes. Esto se vería reflejado a través de sistemas computacionales que monitoreen a las sociedades financiadas; que permitan el traspaso de información, sobre distintas situaciones previas y posteriores a la campaña de financiamiento, respecto de la sociedad financiada para los inversionistas; que permitan el cumplimiento de los requerimientos de la oferta/solicitud digital; entre otros objetivos¹¹⁸, los que en cierta medida transformarían a las plataformas intermediarias en los agentes “supervisores” o “responsables” del mercado, al menos desde el punto de vista de las condiciones mínimas de funcionamiento del mismo y del necesario flujo de información entre agentes regulados y con la autoridad supervisora.

Sumado a lo anterior, la reforma mencionada también logra distinguir entre el tipo de valores con el que opera cada plataforma o agente intermediario que realiza ofertas o solicitudes de financiamiento a través de medios digitales y electrónicos, estableciendo distintos requisitos para cada uno en particular. En razón de lo anterior, la norma del artículo 29-4-2IX clasifica a las plataformas dedicadas al *equity crowdfunding* como “*Type 1 small-amount e-solicit business operators*”, los que se caracterizarían por transar acciones de sociedades que no tienen presencia en ningún mercado formal de valores. Este tipo de operadores de valores requiere un registro obligatorio ante la FSA.

Es a través del uso de dicha categoría que la *Financial Services Agency* estableció las flexibilizaciones de la normativa de la FIEA para el *equity crowdfunding*. En primer lugar, se redujo considerablemente el capital mínimo para la constitución

¹¹⁷ Financial Services Agency of Japan, 1948 art. 29-2I(6) y 2VIII(9).

¹¹⁸ Haturu, 2016, p. 7.

de este tipo de sociedades intermediarias. En segundo lugar, se les permitió desarrollar objetos afines, complementarios o adicionales, también se les exceptuó de los deberes de adecuación de su capital social y de mantener una reserva para cubrir posibles responsabilidades con terceros. En tercer lugar, también se les liberó de la obligación de unirse a un fondo de protección al inversionista. En cuarto y último lugar, las plataformas intermediarias no deben publicar su logo oficial en sus oficinas físicas, sino que dicha obligación se traspasó al sitio web de cada plataforma.

Por último, cabe mencionar que, si bien la norma comentada libera de la mayor parte de las restricciones monetarias proteccionistas del gran mercado de valores a las plataformas intermediarias dedicadas al *equity crowdfunding*, el legislador japonés no descansa absoluta y completamente sobre los deberes de información y transparencia. En ese sentido, dado que la oferta y/o solicitud a través de medios electrónicos -sitio web y correos electrónicos- sigue siendo considerada como una oferta pública de valores¹¹⁹, la norma de los artículos 4 y 5 de la FIEA son aplicables a este mecanismo de financiamiento. En razón de lo anterior, cuando el proyecto de financiamiento sobrepasa el límite prudencial fijado por la norma mencionada (alrededor de 100 millones de yenes japoneses¹²⁰), las plataformas intermediarias se ven en la obligación de presentar una declaración de registro de valores, equiparándolas con los intermediarios tradicionales, debido a y en razón del mayor nivel de riesgo que significa realizar una operación de financiamiento por tales montos.

5.3 China

En el gigante asiático la situación ha sido cuando menos desalentadora. Lamentablemente no existe norma actual que regule al *equity crowdfunding* en China en forma directa, lo que se debe a distintos motivos y perspectivas del legislador chino, sino que por el momento solo existe una normativa emitida por el Banco Central Chino que consideró al *equity crowdfunding* como un mecanismo amparado por la

¹¹⁹ Esto en el entendido que la norma del artículo 2III de la FIEA entiende la oferta pública de valores como aquella (a) dirigida a más de 50 inversionistas, o (b) al público general distinto de inversionistas profesionales o específicos.

¹²⁰ Haturu, 2016, p. 9.

Ley de Valores China de 2005, bajo la norma del art. 10 en su numeral 2. De acuerdo con dicha disposición, el mecanismo en estudio queda en extremo limitado una oferta total de hasta 200 personas en un formato pseudo privado¹²¹.

En principio, el equity crowdfunding es visto como más riesgoso que sus contrapartes no financieras o de deuda, siendo esta última considerada más como un mecanismo financiero distinto de los modelos de *crowdfunding*¹²², a lo que también es necesario sumar el gran desafío educativo que debe superar este mecanismo que no ha sido del todo adaptado en oriente¹²³. Luego también es pertinente mencionar que las circunstancias del mercado de capitales chino tampoco facilitaron dicha regulación, en particular la crisis de la bolsa de valores en 2015 y el estado del mercado de préstamos con su crisis en 2019, han sido los factores más relevantes¹²⁴.

También es importante señalar como el poder judicial sino asiático ha dictaminado en varias ocasiones la ilicitud de aquellas ofertas de *equity crowdfunding* que superen el límite de 200 personas, incluso si la oferta se hace en forma privada¹²⁵.

Por último, es necesario mencionar que si bien hubo un borrador inicial que el legislador chino publicó en 2015, borrador que introducía una excepción a la regulación de mercado de valores chino (similar a Hong Kong, Singapur, Japón y otros), dicha excepción nunca fue publicada como normativa oficial¹²⁶ debido a las razones ya mencionadas.

¹²¹ Lanis Ventura, p. 11.

¹²² Funk, 2018, p. 154

¹²³ Funk, 2018, p. 151.

¹²⁴ Hui Huang, 2021, p. 260.

¹²⁵ Lanis Ventura, p. 11-12.

¹²⁶ Hui Huang, 2021, p. 260.

CAPÍTULO III: ANÁLISIS CRÍTICO Y OPORTUNIDADES NORMATIVAS PARA EL DERECHO CHILENO

1. Consideraciones previas

La situación presentada en este trabajo, si bien puede ser analizada desde una multitud de perspectivas distintas e interdisciplinarias, nuestro análisis obedece a un método cualitativo de investigación planteado y orientado hacia el contraste desde una perspectiva jurídica de la materia.

En particular, nos parece interesante entender el dilema presentado, esta problemática que nace de una situación jurídica compleja que requiere ha sido regulada mediante la dictación de una norma específica -la Ley Fintech- que viene a complementar una normativa general que era insuficiente para la materia en estudio, como una pugna entre los intereses del ente regulador -eliminar los riesgos asociados al *equity crowdfunding*- y los intereses de los particulares regulados. Es así como tenemos que, en la mayoría de los casos, el ente regulador tendrá como principal objetivo proteger distintos bienes jurídicos en juego dentro de una situación particular que busca normar. Mientras que, desde la otra vereda, los particulares tendrán como principal interés, por regla general, su propio e individual bienestar, sin considerar el de las demás personas involucradas.

Trasvasijando el dilema antes descrito, al entorno propio del *equity crowdfunding* tenemos que, desde el punto de vista del legislador, el interés u objetivo de la regulación estará encaminada a proteger cuando menos dos grupos de bienes jurídicos distintos: por una parte se encargará de cobijar al grupo de personas que arriesgan sus capitales, es decir, el grupo de bienes jurídicos a proteger será el relacionado con el patrimonio de los inversionistas; mientras que por otra parte el ente regulador tenderá a intentar impulsar la inversión con el fin último de ver florecer nuevos mercados con todos sus beneficios sociales traídos de la mano con el impulso a las *start ups* y a las Pymes, tales como la propulsión del crecimiento económico, la

mejora en las condiciones y calidad de vida de la población¹²⁷, entre otros; incluso el Banco Mundial considera que, tras la crisis sanitaria mundial creada por la pandemia relacionada con el COVID-19, aquellas Pymes que tengan fuertes proyecciones de crecimiento, tendrán un impacto desproporcionado en la creación de empleos¹²⁸. Es decir, el interés del legislador se puede reducir a la pugna, antes mencionada, existente entre la protección al inversionista y el impulso a la inversión.

En cambio, desde el punto de vista de los entes regulados, tenemos que hay una multitud de intereses de la cual podemos distinguir cuando menos tres perspectivas particulares: el interés de sociedades financiadas, el de las plataformas intermediarias y el de los propios inversionistas.

En ese mismo sentido entonces podemos señalar que el interés de las sociedades financiadas se puede reducir, en general, a contar con una fuente de financiamiento mucho más veloz y flexible en comparación a los medios tradicionales de financiación empresarial, dígase el sector bancario, Venture Capital, inversionistas ángeles y el Mercado de Valores tradicional. Así tenemos, por ejemplo, que el *equity crowdfunding* puede cumplir con tal interés toda vez que llena los vacíos de financiación que no cubre la banca tradicional, es más accesible y conveniente para sus usuarios, y al generar mayor competencia en el mercado financiero reduce, por consecuencia, los precios de otras opciones de financiamiento¹²⁹; de igual forma, este mecanismo de financiamiento se posiciona como una excelente alternativa para las Pymes que sean sensibles a la relación costo-beneficio del financiamiento o que no puedan cubrir los altos costos de registros para una oferta pública de valores en una Bolsa de Valores tradicional¹³⁰.

Luego tenemos que el interés de los intermediarios se encuentra mucho más atomizado que el de los demás agentes involucrados en este mecanismo novedoso de financiamiento. Esto se debe principalmente a que los intermediarios existentes en este mercado no necesariamente se dedican a entregar servicios que acompañen a los demás agentes durante la totalidad del proceso de financiamiento, lo que permite entren al ecosistema distintos agentes que se encargan de diferentes grados, etapas

¹²⁷ Pinar Ardic, Mylenko, & Saltane, 2011, p. 13.

¹²⁸ Adian, et al., 2020 p.22.

¹²⁹ Devoto Toledo & Marquet Standen, 2020 p. 57-59.

¹³⁰ Ande & Kavame Eroglu, 2021 p. 561-562.

o áreas de la cadena de valor dentro del mismo, en ese sentido la CMF, a través del White Paper de 2019, hace una apreciación correcta al proponer regulaciones no sólo para las plataformas intermediarias, sino que también para todos aquellos agentes intermediarios que ofrezcan servicios relacionados¹³¹. Por lo mismo, coincidimos con la CMF en que pueden existir agentes que solo se dediquen a asesorar financieramente a la sociedad financiada o al inversionista, pueden existir intermediarios que no realicen ningún tipo de asesoría y solo se dediquen a proporcionar el medio para que los demás agentes se encuentren, así como también pueden haber agentes que se dediquen a todos los pasos de la cadena de valor, sin perjuicio de todas las posibles situaciones no mencionadas o no previstas en este y otros trabajos previos. Por ende, y como consecuencia lógica, cada intermediario tendrá distintos intereses de acuerdo con el nivel de inmersión que tenga en el mercado y con el modelo de negocio¹³² específico que desarrolle. Sin embargo, podemos al menos decir que, dentro de todos los distintos y dispares objetivos de esta multitud de agentes intermediarios, existe un par de intereses en común: el primero se condice con uno de los objetivos del ente regulador, cual es el poder impulsar la inversión en este mercado en particular y así poder obtener un mayor beneficio individual¹³³; mientras que el segundo se relaciona con el poder operar dentro de un marco regulatorio que les otorgue seguridad jurídica y la certeza de no operar por fuera de la ley arriesgándose por ello a las sanciones correspondientes.

Por último, tenemos que el interés de los inversionistas tampoco se puede reducir a un solo objetivo general, pese a que podamos señalar sin temor a equivocarnos, que el principal interés del inversionista, o al menos el más generalizado, en este mercado particular es poder aprovechar sus capitales obteniendo un porcentaje de retorno de sus inversiones mucho mayor que el del mercado de valores tradicional, con todos los riesgos que ello trae aparejado y la protección de los mismos. En efecto, podemos señalar que, dependiendo de las características del proyecto y modelo de negocio de la sociedad financiada, los intereses secundarios (aunque a veces principales) de los inversionistas se alinearán

¹³¹ Comisión para el Mercado Financiero, 2019 p. 45 y ss.

¹³² Dependiendo del modelo de negocio, y su correspondiente marco estratégico, variará el manejo de riesgos, las elecciones de mercado, producto, beneficios para los clientes, etc. Véase también Manning & Shi, 2009, p. 58.

¹³³ En ese sentido, no podemos dejar de mencionar la lógica de “vender palas a los mineros del oro”. Véase también Drogen, 2012 y Khotari, 2015.

con ciertos objetivos personales de los emprendedores que han dado vida a la sociedad financiada. Así tenemos que, para emprendimientos con objetivos medioambientales, uno de los principales intereses de los inversionistas que los financian se relaciona con metas que se alinean con la protección al medio ambiente; y de igual forma, para emprendimientos con un fuerte contenido e impulso por distintas iniciativas sociales, parte de los principales objetivos de sus inversionistas será el poder promover dichos objetivos de justicia social de una forma más pragmática y efectiva o participativa. En ese sentido no podemos dejar de mencionar la teoría del resplandor cálido de Andreoni, mencionada en el acápite 3 del Capítulo I, así como tampoco podemos dejar fuera los casos de estudios mencionados en el acápite 4.2 del Capítulo I, agentes intermediarios que se dedican a la selección de *start ups* con impacto (Broota) o con alto potencial (Uper).

Luego, dada esta gran diversificación de intereses y bienes jurídicos a ponderar, es que consideramos que el legislador no se podrá enfrentar a la tarea de regular la materia y pretender resultados satisfactorios sin que se analice la situación y forma de operar de este mercado en detalle. Es por ello que creemos que un análisis desarrollado alrededor de un enfoque centrado en los distintos intereses de los agentes involucrados puede aportar a la discusión distintas perspectivas que le permitan al legislador ponderar con mayor precisión los distintos intereses y bienes jurídicos involucrados. Esto puesto que dicho análisis nos permitirá, primero, identificar con lujo de detalle si es que nuestra legislación actual son acertadas para regular la materia o si son insuficientes para regular este mercado efectiva y eficazmente; segundo, para lograr identificar el valor y las lecciones que nos dejan los ejemplos del Derecho Comparado; y tercero, aventurar distintas posibles soluciones desde perspectivas que no han sido aplicadas a la materia todavía.

2. Análisis crítico de la NCG N° 502

2.1 Responsabilidad de los intermediarios

Como primera crítica a la normativa aplicable al *Equity Crowdfunding* actualmente en nuestro ordenamiento jurídico, creemos tanto la Ley Fintech como la NCG N° 502, no hicieron frente a ciertas cuestiones accesorias relacionadas con los procedimientos requeridos y mencionados previamente. Tales cuestiones se relacionan con la responsabilidad de las PFC frente a: i) errónea determinación del riesgo de fraude por parte de una sociedad a financiar; ii) errónea determinación de la viabilidad de un proyecto de inversión; iii) errónea clasificación del perfil de riesgo de un inversionista; iv) errónea aplicación de los procedimientos informados a la CMF; y, v) error en la comunicación de la información que por obligación el ente regulado debe entregar a sus clientes.

Pese a que creemos adecuado que el alcance del sistema de registro y autorización se encuentre centrado en regular a las plataformas intermediarias, en atención a que estas, debido a sus circunstancias, tienen todos los incentivos suficientes para resguardar la eficiencia del sistema, es de nuestro parecer que, toda vez que la Ley Fintech es deficiente al no establecer los regímenes de responsabilidad aplicables a cada entidad. A nuestro juicio, en el escenario actual sería necesario aplicar las reglas generales de responsabilidad de nuestro ordenamiento jurídico, según cada caso particular, por lo que dentro del ecosistema Fintech podrían llegar a verse procesos contenciosos basados en responsabilidad civil, contractual o extracontractual, y responsabilidad penal (Ley N° 21.595).

Ahora bien, entendemos que para que el rol de las PFC, como puertas de acceso al ecosistema del equity crowdfunding, sea más exitoso es necesario que estos intermediarios tengan una responsabilidad correctamente delimitada por el legislador o por el ente regulador. En otras palabras, que más allá de una posible sentencia que establezca libremente el grado de responsabilidad del ente frente a los casos mencionados previamente, los agentes tengan claridad respecto de la responsabilidad que le corresponde a cada uno.

2.2 Proporcionalidad difusa

Como segunda crítica, es necesario mencionar que, al tratar las excepciones para los requisitos de gobierno corporativo y gestión de riesgos, creemos que la CMF no se refirió con suficiente detalle al cómo debe operar la proporcionalidad aplicada a los bloques 1 y 2 señalados en la NCG N° 502. Esto puesto que el ente regulador solo ha señalado la clasificación por bloques de las entidades, sin señalar los requisitos que podrán dejar de cumplir en cada bloque.

De igual modo, como tercera crítica, respecto de la proporcionalidad por bloques establecida en la NCG N° 502, creemos poco pertinente e inoficiosa la distinción entre entidades del bloque 1 y el bloque 2. Lo anterior puesto que, siguiendo lo señalado por dicha norma en la Tabla 3¹³⁴ sobre proporcionalidad, no existe diferencia alguna en la aplicación de los requisitos a tales entidades, es decir, deben cumplir exactamente los mismos requisitos. La única diferencia se encuentra dada por los requisitos que deben cumplir las entidades del bloque 3, que son los más gravosos. Lo anterior se puede llegar a convertir en una verdadera barrera de entrada para nuevos actores que quieran incursionar en este mercado, pues entidades del bloque 1 deberá cumplir con todos los requisitos que debe cumplir una entidad del bloque 2, sin que el principio de proporcionalidad se aplique de manera efectiva y eficaz. En otras palabras, se ha determinado una proporcionalidad que es difusa y poco clara respecto de qué requisitos pueden dejar de cumplir las entidades del bloque 1.

Ahora bien, entendemos que el límite entre los bloques 2 y 3, fijado en 5.000 clientes activos no institucionales, más ciertos montos de transacciones diarias promedio e ingresos anuales, no conversa en forma coherente con la Ley Fintech y las modificaciones que esta misma ha realizado a otros cuerpos normativos. Así tenemos que la Ley Fintech modificó tanto el artículo 2 de la LSA como el artículo 430 CCOM, de forma tal que ahora sólo las sociedades que tengan más de 2.000 accionistas en un período de 12 meses consecutivos deberán cumplir con los deberes de la LMV, y, por consiguiente, la Ley Fintech y la NCG N° 502 no conversan ni

¹³⁴ NCG N° 502, capítulo IV, sección C.6.

coinciden en cuanto a las cantidades de accionistas/clientes necesarios para la aplicación del mayor grado de exigencia en cuanto a requisitos y deberes se refiere.

2.3 Extensión de requisitos

Como cuarta crítica, destacamos la extensión de los requisitos exigidos a las PFC y SAT en cuanto a gobierno corporativo y gestión de riesgos, lo que tiene directa relación con los comentarios anteriores sobre la proporcionalidad a aplicar a cada entidad. Esto en atención que la proporcionalidad difusa comentada previamente, en conjunción con la gran cantidad de requisitos mencionados, se pueden erigir como una barrera de entrada para nuevos actores que quieran desempeñarse como intermediarios, entrando en conflicto, por tanto, con el objetivo de la Ley Fintech, cual es fomentar la inversión.

2.4 Proporcionalidad y ciberseguridad

Nuestra quinta crítica también hace referencia a lo que consideramos otra barrera de entrada al mercado para actores nuevos, la que a nuestro juicio se configura en la aplicación de una proporcionalidad difusa en conjunto con los requisitos de seguridad de la información y ciberseguridad aplicables a los SAT. Esto se debe a que, como ya hemos mencionado, la poca claridad respecto de qué requisitos pueden dejar de cumplir entidades del bloque 1 nos hace presumir que las entidades deben cumplir con todos los requisitos que deben cumplir las entidades del bloque 2. Lo anterior, sumado a la implementación de requisitos que son particularmente costosos, tales como la necesidad de contar con personal técnico calificado y certificado¹³⁵, claramente se erige como una barrera de entrada para nuevos actores.

¹³⁵ En ese sentido, la demanda por profesionales relacionados con la ciberseguridad ha ido en aumento, sin embargo, el mercado nacional no ha sido capaz de suplir dicha demanda y, por consiguiente, los precios del personal calificado aumentan considerablemente. Véase, Santa Ana & Ortiz, 2023.

2.5 Desincentivo a la externalización

En sexto y último lugar, queremos criticar como, a nuestro juicio, la NCG N° 502 introduce un desincentivo a la externalización de los servicios que podrían realizar las FPC y SAT. Lo anterior lo entendemos así puesto que, tal y como revisamos en el capítulo I, las entidades reguladas deben ser en extremo cuidadosas con los procedimientos utilizados para la selección y contratación de terceros para externalizar servicios -incluso teniendo que abandonar parcialmente la autonomía de la voluntad al contratar-, supervisando constantemente la calidad de los mismos a través de personal calificado propio de la entidad, incluso haciendo responsable a la entidad por la calidad del servicio prestado por el tercero sin señalar si ésta podría o no repetir en contra del tercero prestador de los servicios, y además ordenando análisis adicionales para servicios basados en la nube. Todo ello se configura como un costo interno bastante alto para las entidades, además de los costos propios de externalizar dicha función.

3. Relación del *equity crowdfunding* con otros conceptos relevantes en materia de gobiernos corporativos

Tanto el análisis realizado en el presente trabajo, como las soluciones que se proponen al final de este capítulo, no estarían completos si no hiciéramos una vinculación con otros conceptos de interés en materia de gobiernos corporativos, los que a nuestro parecer se podrían llegar a considerar como verdaderos principios generales del Derecho¹³⁶. Esto en razón de que los mismos, en su carácter de principios-construcciones del Derecho e instrumentos conceptuales, además de servir de guía para la labor jurisdiccional para aquellos momentos en los que no existe una norma que determine la materia, también pueden ser un aporte considerable en la labor del legislador y de los regulados, cumpliendo labores de inspiración y objetivo

¹³⁶ Niño Tejeda, 1983 p. 52.

funcional para la elaboración, interpretación jurídica y aplicación¹³⁷ eficaz y eficiente del marco regulatorio del *equity crowdfunding*.

Serán estos conceptos con un carácter complementario al de la ley y, en palabras de Boetsch¹³⁸, en su carácter de valores jurídico-éticos elaborados por y para la comunidad específica que se desenvuelve tanto en el Mercado de Valores como en el mercado del *equity crowdfunding*¹³⁹, los que nos permitirán entender distintas perspectivas circundantes a tal mecanismo de financiamiento, así como también harán posible que podamos aventurar soluciones para la materia. En ese sentido, realizaremos una breve relación de algunos conceptos y construcciones jurídicas que consideramos no solo aplicables, sino que también especialmente importantes para nuestro análisis.

3.1 Responsabilidad Social Corporativa

El principio de Responsabilidad Social Corporativa (“**RSC**”) ha tendido un importante período de construcción desde principio del siglo XX¹⁴⁰. El concepto mismo ha ido sufriendo importantes ampliaciones y redefiniciones que han permitido que se mantenga vigente en el tiempo, sin perjuicio de que su mayor desarrollo se haya dado más en el Derecho Comparado que en nuestro propio ordenamiento jurídico.

En concreto, podemos señalar que la Responsabilidad Social Corporativa se define como “aquel conjunto de obligaciones y compromisos, legales y éticos, nacionales e internacionales, con los grupos de interés, que se derivan de los impactos que la actividad empresarial de las organizaciones produce en el ámbito social, laboral, medioambiental y de los Derechos Humanos”¹⁴¹. De lo anterior, y del examen de distintas teorías que buscan explicar este principio, es posible reducirlo a las siguientes actitudes empresariales¹⁴²: 1. Reunión de objetivos que producen beneficios a largo plazo; 2. Utilización del poder de empresa para el desarrollo de un

¹³⁷ Terrazas Ponce, 2004, p. 139.

¹³⁸ Boetsch Gillet, 2011 p. 13.

¹³⁹ Boetsch Gillet, 2011 p. 19. Véase también Beladiez Rojo, 1994.

¹⁴⁰ Ayala Del Pino, 2021 p. 178-181.

¹⁴¹ Ayala Del Pino, 2021, p. 181.

¹⁴² Ayala Del Pino, 2021, p. 185.

camino responsable; 3. La integración de demandas sociales, y; 4. Contribución a la sociedad actuando éticamente.

Entendido así dicho concepto, podemos aventurar que, dentro del ámbito del *equity crowdfunding*, tanto las sociedades financiadas como las plataformas intermediarias incurrirán en dicho tipo de responsabilidades. Esto toda vez que las primeras deben responder frente a todos los nuevos inversionistas que las financiarán, de forma tal que cumplan con el mencionado cúmulo de obligaciones que les corresponda. Así mismo, las segundas deberán actuar éticamente como intermediarios, contribuyendo por ello a la sociedad; y también deberán utilizar su poder de empresa para promover vías de financiamiento que cumplan con los estándares de responsabilidad debidos, cuestión que queda ejemplificada en legislaciones como la de Nueva Zelanda¹⁴³.

Además, también es posible argüir que, para este y los demás tipos de *crowdfunding*, este principio adquiere especial relevancia, toda vez que el público general y objetivo de los mismos se encuentra en sintonía con los cambios sociales y económicos traídos por problemáticas tales como el calentamiento global y otras de índole social. Lo anterior se deriva de como el *crowdfunding* en general es más que sólo un esquema para conseguir financiamiento, sino que también representa una forma de desarrollar actividades corporativas para la sociedad¹⁴⁴. Esto ha quedado demostrado a través de diversos estudios cuyo principal valor a ha sido corroborar como los proyectos de financiamiento para sociedades con una misión percibida como sostenible, o con una mayor participación femenina, o que pretendan realizar una mayor cantidad de caridad, tienen mayores posibilidades de ser exitosos tanto durante la campaña de financiamiento como después de ella¹⁴⁵.

Por su parte, el concepto de Responsabilidad Social de la Empresa (“**RSE**”), entendido como una “visión de los negocios que incorpora el respeto por los valores éticos, de las personas, las comunidades y el medio ambiente”¹⁴⁶, es complementario

¹⁴³ Schwartz, 2018, p. 921-922. Lo anterior se entiende dado que el legislador Neozelandés reconoce que el poder de decisión de las plataformas intermediarias, sobre qué proyectos de financiamiento aceptar y cuáles no, permite que la eficiencia del sistema se mantenga y, por ende, tal es la responsabilidad de tales agentes: mantener la eficiencia del sistema completo actuando como *gatekeepers*.

¹⁴⁴ Lam & Law, 2016 p. 19.

¹⁴⁵ Bento, Gianfrate, & Horst Thoni, 2019 p. 9.

¹⁴⁶ Anguita Oyarzún, 2012 p. 218.

al de RSC. Así, “Una empresa que mantiene contentos a sus trabajadores, que protege el medio ambiente, genera un ambiente favorable hacia el exterior donde los consumidores la premiarán eligiendo sus productos y los inversionistas responsables la elegirán para sus futuras inversiones”¹⁴⁷, es una empresa que comprende y se destaca por cumplir con su responsabilidad social corporativa de acuerdo a los términos previamente mencionados.

Por consiguiente, es perfectamente entendible como tanto los proyectos a financiar que se caractericen por una perspectiva empresarial comprometida con el desarrollo sustentable y/o con causas sociales, como las plataformas intermediarias que les dan espacios importantes en sus medios, obtengan mejores resultados tanto en las campañas de financiamiento como en el período posterior a ellas. Esto tiene cabida siempre y cuando el tercer grupo interviniente en el *equity crowdfunding*, es decir, los inversionistas y futuros accionistas, tengan como característica principal el ser personas comprometidas con tales causas o al menos ser responsables éticamente hablando, sin perjuicio del rol que puedan tener los inversionistas líderes o modelos, mencionados en el acápite 3.2 del Capítulo I.

Otra cuestión que requiere ser mencionada, está relacionada con cómo el Mercado de Valores demanda que las entidades que intervienen en él actúen con un alto estándar ético que permita “preservar la confianza de los inversores y la integridad de los mercados, protegiendo al inversor frente a los riesgos que se derivan de la asimetría de información, es decir, frente al peligro de que algunos inversores se vean perjudicados al no tener acceso a la información financiera o no ser capaces de utilizarla correctamente”¹⁴⁸. Esta demanda por un actuar ético viene dada por una necesidad de dotar a las normas jurídicas, que componen el marco regulatorio de dicho mercado, de un valor y sentido social que las acerque más a la noción de pueblo democrático de Rawls, sentido que no se acabe al agotarse el sentido normativo de las mismas, lo que por consecuencia traería un mayor índice de cumplimiento del derecho¹⁴⁹.

Por último, creemos que es desde la perspectiva de la Responsabilidad Social, Corporativa y de la Empresa, que surgen y se derivan otros principios o criterios

¹⁴⁷ Anguita Oyarzún, 2012 p. 219.

¹⁴⁸ Vásquez Palma, 2010 p. 242-243.

¹⁴⁹ Faúndez Allier & Silva Walbaum, 2019 p. 63.

normativos que permiten elaborar normas de conducta generalizadas un tanto más concretas. Entre tales podemos mencionar ciertos deberes de información y los principios de probidad y transparencia.

3.2 Función social de los contratos y la protección a los inversionistas

La doctrina, nacional e internacional, ha tratado ampliamente los temas relacionados con las funciones de los contratos, los que por ser parte del ordenamiento jurídico se ven influidos por las funciones propias del Derecho como un todo.

En particular, una de las primeras funciones que se le reconoce a los contratos es de índole económica. En ese sentido, se ha señalado que los contratos: 1. Son una institución conciliadora de intereses, muchas veces antagónicos; 2. Son el principal vehículo para la libre circulación de la riqueza, y; 3. Pueden llegar a ser un elemento de opresión económica¹⁵⁰. Este último elemento tendría cabida toda vez que existen circunstancias en las que una de las partes contratantes se encuentra en una posición dominante respecto de la otra, ya sea gracias a asimetrías de información, un mayor poder de negociación, entre otras circunstancias similares.

Como reacción a dicha posibilidad -bastante recurrente- en la que los contratos se transforman en un elemento de opresión, y de la mano del principio de justicia distributiva, es que surge la idea de la función social de los contratos, idea a través de la que se establecen distintas limitaciones a la autonomía de la voluntad en materia contractual. Así las cosas, es posible entender dicha función como "...una necesaria limitación al principio de la libertad contractual (autonomía privada) ..." que garantice "...la primacía de los intereses colectivos (sociales) sobre los intereses individuales ..."¹⁵¹.

Entendido en esos términos, y aterrizando el concepto al contexto del *equity crowdfunding*, es pertinente mencionar como el mismo se relacionará con los dos bienes jurídicos que el legislador debe proteger y ponderar, es decir, la protección a

¹⁵⁰ Figueroa Yáñez, 2011 p. 46-47.

¹⁵¹ Benetti Timm, 2010 p. 16.

los inversionistas y la promoción de la inversión en nuevos emprendimientos. Por consecuencia, la función social dentro de este mecanismo de financiamiento, vendrá dada por aquel interés que pueda ser considerado colectivo por sobre aquel que sea más individual.

En principio consideramos que, desde este punto de vista, la balanza se inclina más hacia la promoción de la inversión, en razón de todos los beneficios que trae aparejados para la sociedad toda, de acuerdo con lo señalado en el acápite 1 del Capítulo III, en contraste con la protección a los inversionistas, que solo estaría velando por los intereses de ese grupo en particular.

Así mismo, podemos mencionar que, de los objetivos de la función social de las sociedades anónimas, es decir, incluir en la economía nacional a los pequeños ahorrantes y repartir en la comunidad nacional la propiedad y los beneficios de las grandes empresas¹⁵², puede extraerse por analogía la función social del mecanismo objeto de este estudio, con ciertas modificaciones pertinentes que atiendan a sus características. Por consiguiente, podemos aventurar que el objetivo de la función social del *equity crowdfunding* sería permitir que las Pymes puedan acceder a los capitales necesarios para su crecimiento y expansión, con todos los beneficios macroeconómicos que ello conlleva, capitales que normalmente les están vedados por causa de requisitos restrictivos fijados por las bolsas de valores o por motivo de los altos costos que les representa transformarse en sociedades anónimas y cumplir con las obligaciones establecidas por la LMV.

Sin perjuicio de lo anterior, no hay que perder de vista que la cuestión debe ser decidida por el legislador a través de una ponderación de este y otros principios, que actuarán como contrapesos entre sí, logrando ese balance apropiado que Rawls determina debe existir entre reclamos competitivos y principios que asignan derechos y obligaciones, definiendo una división apropiada de ventajas sociales¹⁵³.

¹⁵² Sandoval López, 2010 p. 104.

¹⁵³ Squella Narducci, 2011 p. 723.

3.3 Transparencia y Deberes de Información

El principio de transparencia, entendido como el rechazo a la opacidad del poder, “...rechazo que, cada día más, cubre no sólo las actuaciones u omisiones de los órganos públicos, sino que también las conductas privadas, sean individuales, empresariales o colectivas en general...”¹⁵⁴, principio que, en su variante corporativa, claramente constituye uno de los más importantes “...activos de las sociedades y corporaciones del siglo XXI...”¹⁵⁵, vendrá a actuar como contrapeso de la función social dentro del *equity crowdfunding*, toda vez que vendría a establecer derechos y obligaciones en directo beneficio y protección de los inversionistas.

El mismo se deriva del principio de la RSC antes mencionado, toda vez que “...uno de los ámbitos específicos de la responsabilidad social corporativa en relación con los terceros interesados está referido a la transparencia de la empresa frente a los inversionistas que no se ocupan de su administración (*stakeholders*) ...”¹⁵⁶.

En razón de lo anterior, podemos señalar que las sociedades financiadas, como contrapeso a la función social que las beneficia, han de mantener cierto estándar de conducta que cumpla con el principio de transparencia para con sus inversionistas, estándar que se transformará en diversos deberes activos de información, los que pueden alcanzar diversos niveles de exigencia, tal y como hemos visto en el capítulo 2 precedente.

En ese sentido también es necesario destacar que, en ciertas legislaciones, tales como la neozelandesa, las exigencias del principio de transparencia y sus deberes de información derivados, se radican en las plataformas intermediarias. Este traspaso de obligaciones de un agente a otro se debe a varias razones. En el caso de Nueva Zelanda se debe al interés del legislador de buscar eficiencia económica a través de aquellos agentes que se encuentran en una mejor posición para ello. En otros casos se debe a como las sociedades financiadas no tienen los recursos para poder cumplir con tales deberes, atendiendo a que la mayoría de las sociedades que

¹⁵⁴ Cea Egaña, 2013 p. 117.

¹⁵⁵ Delaveau Swett, 2013 p. 253.

¹⁵⁶ García Cavero, 2016 p. 226.

acceden al financiamiento a través del *equity crowdfunding* son *start ups* que no cuentan con tales recursos¹⁵⁷, ya sean de capital humano o monetario.

4. Aportaciones útiles del Derecho Comparado para el caso chileno

En cuanto al análisis del Derecho Comparado, realizado en el capítulo II precedente, es importante señalar que, si bien los ordenamientos jurídicos examinados son bastante distintos entre sí, las normas que regulan al *equity crowdfunding* tienden a tener varias similitudes en aspectos claves, incluso entre ordenamientos herederos de tradiciones legislativas sumamente diferentes, como lo son la tradición romana y continental, en contraste con el *Common Law* y algunas tradiciones herederas del mismo.

En ese sentido, podemos mencionar que uno de los puntos en común que tienen todas las jurisdicciones analizadas, radica en regular al agente que se encuentra en la mejor posición posible para cumplir con las exigencias de los principios tratados en el acápite 4 del Capítulo III. De igual forma, otro punto en el coincide la mayoría de las mismas es en delegar, en general la tarea reguladora y en particular los detalles de los derechos y obligaciones que se deben establecer para cada uno de los agentes involucrados, a organismos reguladores que tienen facultades para dictar normativa secundaria, en atención a alto nivel técnico que requiere la misma y lo especializados que normalmente se encuentran tales organismos, los que tienden a contar con el personal altamente calificado necesario para tales tareas.

Otro punto en común entre las legislaciones es la obligación de que las plataformas intermediarias realicen sus operaciones una vez cuenten con las autorizaciones pertinentes otorgadas por las autoridades supervisoras. En este punto existe ya cierta divergencia entre las distintas normativas, la que atiende principalmente a las tradiciones legislativas de cada Estado. Así tenemos que los países latinoamericanos -con la excepción de la República Argentina- tienden a optar por un esquema de doble autorización: para organizar/constituir y para

¹⁵⁷ Devoto Toledo & Marquet Standen, 2020 p. 83.

operar/funcionar. Mientras que los Estados más afines al *Common Law* y la Unión Europea, optan por un sistema de autorización o licencia en un solo paso.

Ahora bien, los países afines al *Common Law*, así como también la Unión Europea, tienden a incluir al *equity crowdfunding* dentro del marco regulatorio para sus mercados de valores, flexibilizando las exigencias establecidas en dichas normas, atendiendo al criterio de inclusión financiera y entendiendo las dificultades de impulsar este tipo de mecanismos alternativos de financiamiento, cuyos agentes tienden a no formar parte de los grandes grupos económicos que componen dicho mercado, y por consiguiente no cuentan con los recursos humanos ni de capital para cumplir con los altos estándares que establecen tales normas. En ese sentido, países como Colombia y Argentina, tienden hacia el mismo fin, pero de forma un tanto más moderada.

Así mismo, la mayoría de los Estados analizados tienden a regular la materia siguiendo un criterio de especialización normativa. Esto conlleva diversos beneficios, toda vez que permite que el legislador pueda atender con mayor precisión a las problemáticas jurídicas que representa cada materia, y que por lo mismo pueda establecer disposiciones más acertadas y que se correspondan con las circunstancias y realidades de los agentes involucrados en cada una de ellas. Así tenemos que la mayoría de los Estados tiende a regular al *equity crowdfunding* en específico, mientras que la minoría se encarga de normar a las variantes financieras del *crowdfunding* en su conjunto.

Luego, el caso mexicano es clave. En primer lugar, en razón del espectro de situaciones jurídicas que la Ley Para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera pretende alcanzar. Y, en segundo lugar, debido a que dicho legislador ha sobrecargado de obligaciones a los agentes intermediarios, hasta el punto en que pareciera ser que se busca desincentivar dichas actividades comerciales, lo queda demostrado con la baja cantidad de plataformas autorizadas hacia finales de 2021, las que en total alcanzan solo 22¹⁵⁸, de las que las plataformas intermediarias son sólo una parte.

En efecto, la norma mexicana buscar normar no solo a las plataformas de *crowdfunding* en sus variantes financieras, sino que también busca normar a otros

¹⁵⁸ Calle, 2021. Recurso online.

tipos de Fintechs, en este caso denominadas Instituciones de Fondos de Pagos Electrónicos, las que atienden a mercados, circunstancias, riesgos y realidades completamente distintas a las del mecanismo objeto de este estudio y, por consiguiente, el legislador termina extendiendo criterios normativos que no corresponden a dicho mecanismo. Es por ello que el legislador establece una cantidad abrumadora de exigencias para poder constituir una plataforma intermediaria, las que se ven acrecentadas con las normas secundarias dictadas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) de dicho país, las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Instituciones de Tecnología Financiera. Es más, el listado de obligaciones y requisitos es tan extenso que la misma CNBV se vio en la necesidad de emitir un manual de guía para lograr la autorización como plataforma intermediaria¹⁵⁹.

En cuanto a ejemplos más positivos destacamos el caso de Nueva Zelanda. Dado el enfoque de dicho legislador, de caracterizar a las plataformas intermediarias como controladores del ingreso de sociedades financiadas al mercado, el mismo ha adquirido una eficiencia encomendable. Esto se debe principalmente a como tales agentes se encuentran en la mejor posición posible para poder regular el tipo de sociedad que busca financiamiento y, por consiguiente, tiende a suceder que las plataformas admiten proyectos de sociedades que tienen, primero, mayores posibilidades de terminar una campaña de financiamiento exitosa y, segundo, mayores probabilidades de desempeñarse exitosamente en el mercado después de realizada dicha campaña.

En ese mismo sentido, destacamos el caso de la República Argentina y el de la Unión Europea, en específico respecto de la autorización que tienen, por una parte, los intermediarios de establecer mercados secundarios de transacción y, por otra parte, los inversionistas de transar -vender y comprar- las acciones y títulos que adquieran de una plataforma en el mercado secundario establecido por la misma. Consideramos que esta medida es benéfica, toda vez que permite que sea el mismo mercado el que regule el precio de los títulos ofrecidos por las sociedades financiadas, así como también permite que los inversionistas puedan acceder nuevamente a la liquidez que puedan llegar a necesitar, poniéndole precio también a dicha necesidad,

¹⁵⁹ Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), 2021. Recurso online.

cuestión que puede verse -parcialmente- reflejada en el caso de las subastas del portal Innovestment en Alemania¹⁶⁰.

De igual forma, el caso de la Unión Europea es destacable, sobre todo en razón de las normas de los artículos 19 y siguientes del Reglamento UE 2020/1503, las que establecen diversas obligaciones en favor de los inversionistas. Tales obligaciones no sólo son deberes establecidos para las plataformas intermediarias, si no que se basan principalmente en el principio de transparencia y sus deberes de información derivados, de acuerdo a lo mencionado en el acápite 4.3 de Capítulo III. En ese sentido, la carga es traspasada al agente que puede actuar como controlador del acceso al mercado, el que debe por tanto traspasar activamente a los inversionistas, toda la información pertinente a las sociedades y campañas de financiamiento en las que pretende participar. Es más, destacamos la norma del artículo 21 de dicho Reglamento, pues también establece como carga de las plataformas el controlar el acceso de los inversionistas no calificados o experimentados, con el deber consecutivo de examinar a cada uno de ellos y guiarlos hacia los proyectos y sociedades a financiar que mejor se acomoden a sus características y condiciones, es decir, se obliga a las plataformas a cumplir un rol de cuidado activo al inversionista.

Así mismo, destacamos los casos del legislador español y finlandés, toda vez que en ambos ordenamientos jurídicos la normativa se hace cargo de la regulación de la responsabilidad de los intermediarios, aunque de manera un tanto elusiva, toda vez lo hacen a propósito de un requisito que nos parece excesivo para los intermediarios, cual es el de capital mínimo. En ese sentido, nos parece adecuado regular la responsabilidad del intermediario mediante el sistema de seguros, pues el mismo cumple con 2 objetivos primordiales: primero, permite que los terceros afectados puedan ser resarcidos sin considerar la estabilidad financiera del intermediario, y segundo, permite promover el mercado del *equity crowdfunding* al eliminar un requisito particularmente costoso como el del capital mínimo.

Por último, queremos también destacar el caso japonés. Esto en atención a como el legislador de dicho país realizó flexibilizaciones clave del marco regulatorio de su mercado de valores, permitiendo que las plataformas intermediarias pudieran realizar oferta pública de valores, gracias al concepto de *e-soliciting*; así mismo,

¹⁶⁰ Hornuf & Neuenkirch, Pricing shares in equity crowdfunding, 2017 p. 807-808.

permitió que los agentes intermediarios pudieran incluirse en el marco regulatorio del mercado de valores estableciendo una categoría especial para ellos, disminuyendo considerablemente el capital que deben suscribir para constituirse, permitiendo que desarrollen objetos afines, liberándolos de la necesidad de suscribir seguros, y actualizando obligaciones físicas a digitales; todo lo anterior sin perjuicio de que, al entrar al mercado de valores, estos agentes deben cumplir con las obligaciones establecidas en su marco regulatorio, y por consiguiente, al aumentar el riesgo de sus operaciones, expresado en el valor de las mismas, deben constituir garantías suficientes para proteger a los inversionistas que comprende su clientela.

5. Algunas propuestas de perfeccionamiento

Teniendo claro todo el desarrollo precedente, y tomando en consideración cada uno de los aspectos normativos revisados, desde los criterios o perspectivas propias del análisis hasta el detalle de las distintas normas -o proyectos de normas-, nacionales e internacionales, procedemos a entregar un listado de diversas soluciones regulatorias sobre el *equity crowdfunding* que, sin tener el afán de cerrar la discusión al respecto, pretenden de cierta forma esbozar un marco regulatorio que alcance altos estándares de eficiencia e inclusión para el mercado financiero, sin perder de vista los bienes jurídicos identificados en el acápite 1 del Capítulo III, y que permita que nuestro país pueda afianzar e impulsar un mercado que de prosperar tendría un gran y positivo impacto en el desarrollo nacional, tanto desde el punto de vista económico como de oportunidades para los agentes -personas- que integran y forman parte del mismo.

Como mención previa a nuestras soluciones, consideramos necesario comentar brevemente las sugerencias listadas por Devoto y Marquet¹⁶¹, las que nos parecen en gran medida acertadas, teniendo en consideración las posturas adoptadas por el derecho comparado al respecto.

En primer lugar, destacamos aquellas referidas a la determinación clara de la actividad a regular, de los entes regulados, así como también la necesidad de un

¹⁶¹ Devoto Toledo & Marquet Standen, 2020 p. 182 y ss.

régimen de registro y autorización. Las destacamos pues las mismas se corresponden con un punto en común que tienen las legislaciones del Derecho Comparado, cuestión que no es baladí, puesto que de este tipo de medidas depende el funcionamiento básico del sistema jurídico entorno al mercado del *equity crowdfunding*. En efecto, en las soluciones señaladas podemos identificar dos de los ejes principales y transversales a los marcos regulatorios analizados en el capítulo 2 precedente, cuales son, primero, la necesidad de contar con una norma lo suficientemente específica para regular la materia y, segundo, la necesidad de contar con mecanismos de control efectivos para los entes regulados.

En este sentido coincidimos con tales sugerencias y creemos que nuestro legislador ha tomado el camino adecuado al regular al sector Fintech, pues en la Ley Fintech se ha preocupado de regular las actividades del sector en forma general, entregando a la CMF el rol de emitir la normativa específica para ente regulado. Sin perjuicio de lo anterior, consideramos que hizo falta que la Ley Fintech pudiera haber sido un poco más específica al regular el *equity crowdfunding*, sobre todo en materia de responsabilidad y regulación de las sociedades financiadas.

De igual modo, consideramos acertado que tanto la Ley Fintech como la NCG N° 502 se hayan centrado principalmente en las plataformas intermediarias, y solo de forma secundaria en los demás agentes involucrados. Esto en razón de que las plataformas cuentan con incentivos importantes para lograr que el sistema sea eficiente y exitoso económicamente¹⁶², lo que las coloca en una posición sumamente ventajosa para el legislador, toda vez que les puede encargar obligaciones de control sobre los demás agentes involucrados -como sucede para el caso de externalización de servicios-, obligaciones que de todas formas habrían realizado. Sin perjuicio de lo anterior, consideramos que este enfoque centrado en la eficiencia y en la selectividad no es completamente deseable y debe ser contrarrestado con otras medidas, las que mencionaremos más adelante.

En segundo lugar, también creemos pertinente destacar las normas relacionadas con el *due diligence* y los deberes de información. Destacamos estas medidas por cuanto se encuentran sumamente relacionadas con el enfoque centrado en las plataformas digitales, como entes controladores del acceso al mercado,

¹⁶² Schwartz, 2018 p. 931.

enfoque utilizado ampliamente por las legislaciones analizadas y también por la Ley Fintech. De igual forma, estas sugerencias normativas hacen eco del principio del derecho revisado en el acápite 4.3 del Capítulo III, principio sobre el cual la Unión Europea ha decidido fundamentar la confianza y certeza jurídica que pretende dar a los inversionistas.

En tercer y último lugar, queremos mencionar la discusión respecto del capital mínimo exigible a las plataformas intermediarias. Esta es una propuesta que en el Derecho Comparado tiene acogidas distintas, tal y como hemos podido ver en el capítulo 2 precedente. Así, coincidimos en que esta exigencia puede convertirse en una barrera de entrada al mercado¹⁶³ y, por ende, soluciones como las del legislador japonés, en las que el capital exigido a estos intermediarios se reduce de forma considerable, pueden ser bastante acertadas. Debido a lo anterior es que a nuestro juicio el tratamiento dado a dicho requisito por la Ley Fintech y la NCG N° 502 es adecuado.

Ahora bien, procedemos a realizar un listado de propuestas que, a nuestro juicio, deben ser adicionadas a las mencionadas previamente y también a las críticas señaladas en el acápite 2 de capítulo III.

Partimos añadiendo que el tratamiento de posibles conflictos de interés debería ser más específico, en particular en la NCG N° 502, la que creemos debería poder adecuar normas como las que establecen los legisladores de la República Argentina, la República de Colombia o la Unión Europea, que permiten que las plataformas intermediarias tengan claro que actividades les están vedadas y cuáles podrían llegar a estarlo, en atención a la obligación que se les establece de evitar los distintos conflictos de interés que pueden llegar a surgir.

Lo anterior tiene directa relación con el hecho de que consideramos necesario que la CMF pueda ser específica con el régimen de responsabilidad para los intermediarios, de acuerdo con lo señalado en el acápite 2.1 del capítulo III.

¹⁶³ Un ejemplo claro de esta situación está dado por el caso de la normativa de los Estados Unidos Mexicanos, en que el requisito de capital mínimo para plataformas está fijado en 500.000 Unidades de Inversión (1 UDI = \$ 7.105573 pesos mexicanos al 25 de diciembre de 2021 (Centro de Estudios Fiscales de México)).

En línea con lo anterior, creemos que el legislador debería establecer otras responsabilidades a las sociedades financiadas que actúen como contrapeso al incentivo a la inversión, sin que ello signifique disuadir a los emprendedores. Entre tal tipo de responsabilidades, puede presentarse como una opción a explorar la idea de establecer que ciertas promesas u objetivos, promocionados por las sociedades a financiar durante la campaña de *equity crowdfunding*, deban cumplirse como obligación contractual, o que al menos la *start up* se obligue a trabajar activamente en dicha meta u objetivo; si bien Hörisch plantea esta propuesta para proyectos y emprendimientos con fines de protección al medio ambiente¹⁶⁴, nada obsta a que sea aplicable a otros tipos de modelos de negocios.

Sin perjuicio de lo deseable que consideramos el objetivo de la eficiencia económica del sistema, repetimos la necesidad de que nuestro marco regulatorio considere distintos contrapesos a la actividad de las plataformas como controladores de acceso al mercado del *equity crowdfunding*. Esto se debe a que, de acuerdo al principio de la función social analizado en el acápite 3.2 del Capítulo III, el interés colectivo o social de este marco regulatorio debe ser la promoción de la inversión, representado por la inclusión financiera de la mayor cantidad posible de pequeños emprendedores, bien jurídico que se opone a la eficiencia, que representa a su contraparte jurídica de protección a los inversionistas, toda vez que enfatiza y promueve la actividad selectiva de las plataformas intermediarias. En ese sentido, creemos que nos es deseable limitar esta capacidad selectiva de las plataformas de *crowdfunding*, sino que consideramos más acertado establecer un rol educativo activo por parte de la Comisión para el Mercado Financiero, similar al de la Superintendencia Financiera de Colombia que cuenta con instancias como elHub. Lo anterior lo fundamentamos, primero, en el hecho de que esta actividad selectiva es sumamente beneficiosa para el mercado, pues permite que los agentes puedan escoger aquellos proyectos que tienen la mayor posibilidad de generar un efecto económico positivo a largo plazo, descartando por consecuencia aquellos proyectos que representan un mayor riesgo sistémico, y; segundo, creemos que un rol educativo activo por parte de la CMF, similar a los *innovation hubs* de otras legislaciones, pero enfocado principalmente en las sociedades financiadas y no en las plataformas intermediarias, permitiría que estas *start ups* puedan acceder a información clave que las dejaría

¹⁶⁴ Hörisch, 2019, p. 133.

mejor preparadas para ser elegibles y aceptadas a una campaña de financiamiento a través de *equity crowdfunding*. En ese sentido, parte de la información que podrían aportarse a través de tales instancias podrían ser las relacionadas con la formación contable y de gobierno corporativo con la que normalmente no cuentan estas sociedades, además de la orientación pertinente respecto a la importancia del capital humano e intelectual en las *start ups* que acceden a este tipo de financiamiento, en el cual los futuros inversionistas prestan especial atención, primero, a la experiencia previa que tengan los fundadores en el sector comercial del proyecto a financiar y, segundo, al grado de innovación respecto del o los productos ofrecidos por el proyecto a financiar¹⁶⁵.

Como última idea nos parece acertado abogar por el establecimiento de un rol educativo activo por parte de la CMF, o la creación de algún ente estatal afín, que se encargue de promover la inversión en este tipo de mercados, acercando a las sociedades financiadas a los estándares que las plataformas intermediarias, en su rol de controladores del acceso al mercado, establezcan para aceptar a los emprendimientos y darles la posibilidad de realizar una campaña de financiamiento. De ese modo es posible congeniar la necesidad de promover la inversión sin tener que sacrificar un estándar adecuado de exigencias a los agentes del mercado.

Para finalizar, consideramos que las propuestas antes mencionadas cumplen con realizar una ponderación adecuada entre los bienes jurídicos de incentivo a la inversión y protección a los inversionistas. Esperamos que las mismas sean de apoyo en la labor que debe llevar a cabo la CMF al regular al sector Fintech, todo con tal de poder democratizar el acceso al financiamiento, permitiendo que los emprendedores de nuestro país, que no formen parte de los círculos sociales asociados a los inversionistas ángeles y del Venture Capital, o que no se encuentren cerca de los núcleos geográficos en los que se mueven tales inversionistas¹⁶⁶, puedan acceder al financiamiento que les pueda permitir crecer y prosperar.

¹⁶⁵ Candelo, Matricano, Sorrentino, & Troise, 2020, p. 489.

¹⁶⁶ Pekmezovic & Walker, 2016 p. 443.

CONCLUSIONES

En el presente trabajo hemos realizado un estudio pormenorizado del *equity crowdfunding* dividido en tres partes con objetivos claros.

En el primer capítulo, realizamos una revisión general, tanto de la definición como de los agentes que componen a método de financiamiento objeto de este trabajo, así como también hicimos una revisión del marco regulatorio actual dentro del que se encuentra inserto en nuestro ordenamiento jurídico. Dentro de dicho capítulo pudimos identificar los distintos pormenores de cada agente, entre los que sus motivaciones toman una destacada importancia. Así mismo pudimos observar las distintas normas que regula al *equity crowdfunding*.

Luego, en el segundo capítulo, el estudio se centró en un análisis de las distintas legislaciones del Derecho Comparado, en específico respecto de cómo cada ordenamiento jurídico asimila y regula el tema objeto de este trabajo.

Es así como fue posible dilucidar que la mayor parte de los legisladores optó por una aproximación específica sobre las variantes financieras del *crowdfunding*, mientras que, las opciones de regular específicamente al *equity crowdfunding* y de una regulación general para todo el sector Fintech, fueron la excepción. En este punto pudimos corroborar que una regulación tendiente a ser más específica también manifiesta la tendencia de regular con mejor eficacia el tema en cuestión, esto en atención a que acotar el tema le permite al legislador poder contemplar con mayor precisión las distintas aristas que comprenden las problemáticas asociadas al mismo.

También dentro del segundo capítulo, fue posible identificar aquellas disposiciones que consideramos particularmente beneficiosas o nocivas para el ecosistema del mecanismo financiero objeto de este estudio. De igual forma, fue posible determinar que, en general, aquellas regulaciones que tienden a flexibilizar las exigencias normativas aplicadas a los agentes involucrados, en particular a las sociedades financiadas, y en menor medida a las plataformas intermediarias, también tienden a mejorar la eficacia del sistema en general, protegiendo a los inversionistas

por consecuencia directa, al mismo tiempo que no pierden de vista la relevancia de seguir promoviendo la inversión en este tipo mercados que, como ya se ha mencionado, presenta diversos beneficios económicos y sociales deseables por todo Estado.

Finalmente, en el tercer y último capítulo, realizamos críticas a la normativa vigente aplicable al *equity crowdfunding* en nuestro país, revisamos los principios del Derecho aplicables y, revisamos lecciones y conclusiones derivadas del análisis sobre el Derecho Comparado realizado en el segundo capítulo de este trabajo, lo que nos permitió entregar una serie de soluciones para lograr una regulación más acertada del *equity crowdfunding* en nuestro país.

Entre tales soluciones se encuentran consagrar legalmente la relevancia del principio de transparencia y de los deberes conexos de información dentro del mercado del *equity crowdfunding*, cuestión que debiese ser obligación de las plataformas intermediarias -dada su posición que les permite ejercer control sobre los demás agentes- y, de forma atenuada, de las sociedades financiadas. Esto en atención a las lecciones aportadas por el ordenamiento jurídico neozelandés.

También se cuenta el considerar la posibilidad de clarificar de forma efectiva la aplicación del principio de proporcionalidad basada en bloques, siendo específica respecto de qué requisitos pueden dejar de cumplir las entidades clasificadas en el bloque 1, con el fin de evitar barreras de entrada al mercado para nuevos agentes intermediarios.

De igual modo, sugerimos una aproximación más clara respecto de la responsabilidad que debe recaer sobre lo intermediarios, proponiendo la aplicación de un sistema de seguros que permita atender dicha necesidad sin convertirse en un desincentivo a la inversión.

Así mismo sugerimos considerar que la NCG N° 502 sea más específica respecto de los posibles conflictos de interés en los que podrían incurrir las PFC y los SAT, identificando claramente actividades vedadas o que deben ser informadas a los demás agentes involucrados (en concordancia con el principio de transparencia).

Luego sugerimos establecer medidas y requisitos que se centren en el cumplimiento, por parte de las sociedades financiadas, de sus promesas de campaña, y en la fiscalización, realizada por las plataformas digitales, de tal cumplimiento.

Por último, sugerimos el establecimiento de un rol educativo más activo por parte de la CMF o la creación de alguna entidad estatal afín que desarrolle dicho rol, con el fin de promover la inversión en nuestro país, pero sin sacrificar los estándares de exigencia a los principales actores del mercado.

Bibliografía Citada

- ADIAN, Ikmal (2020): "Small and Medium Enterprises in the Pandemic: Impact, Responses and the Role of Development Finance", World Bank Group. Disponible en: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/729451600968236270/pdf/Small-and-Medium-Enterprises-in-the-Pandemic-Impact-Responses-and-the-Role-of-Development-Finance.pdf>. Fecha de acceso: 16/05/2023.
- ANDE, Jonathan y KAVAME EROGLU, Zehra G. (2021): "Could New Zealand's Equity Crowdfunding Regulations Be the Model for the Developing World?", *New Zealand Universities Law Review*, vol. 29, N°, pp. 557-592.
- ANDREONI, James (1990): "Impure Altruism and Donations to Public Goods: A Theory of Warm-Glow Giving", *The Economic Journal*, vol. 100, N°401, pp. 464-477.
- ANGUITA OYARZÚN, Christian (2012): "El Rol del Derecho en la Responsabilidad Social de la Empresa", *ARS BONI ET AEQUI*, vol. 8, N°1, pp. 215-233.
- ARNER, Douglas W. y otros (2017): "FinTech and RegTech: Enabling Innovation While Preserving Financial Stability", *Georgetown Journal of International Affairs*, vol. 18, N°3, pp. 47-58.
- AYALA DEL PINO, Cristina (2021): "La responsabilidad social corporativa: concepto, ámbito de aplicación, grupos de interés y objetivos", *Anuario Jurídico y Económico*, N°54, pp. 173-197.
- BAICI, Eliana, CAPRARO, Laura y ZAGLER, Martin (2017): "Lemmings in the Crowd", *Rivista Internazionale di Scienze Sociali*, vol. 125, N°4, pp. 337-350.
- BANCO MUNDIAL (2013): "Crowdfunding's Potential for the Developing World". Disponible en: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/409841468327411701/pdf/840000WP0Box380crowdfunding0study00.pdf>. Fecha de acceso: 4/04/2022.
- BARRIÈRE, François (2021): "Le Crowdfunding, ou l'Adaptation du Droit au Service des Investissements en France", *Ius Comparatum - Global Studies in Comparative Law*, vol. 55, N°, pp. 3013-319.
- BELADIEZ ROJO, Margarita (1994): "*Los Principios Jurídicos*" (Madrid, Tecnos, 2da Ed.).

- BELLEFLAMME, P., LAMBERT, T. y SCHWIENBACHER, A. (2014): "Crowdfunding: Tapping the right crowd.", *Journal of Business Venturing*, vol. 29, N°5, pp. 585-609.
- BENETTI TIMM, Luciano (2010): "La Función Social del Derecho Contractual en el Código Civil Brasileño: Justiça Distributiva vs. Eficiencia Económica", *Revista de Instituciones, Ideas y Mercado*, N°52, pp. 5-51.
- BENTO, Nuno, GIANFRATE, Gianfranco y HORST THONI, Marco (2019): "Crowdfunding for sustainability ventures", *Journal of Cleaner Production*, vol. 237, N°117751.
- BOETSCH GILLET, Cristián (2011): "*La buena fe contractual*" (Santiago, Editorial Jurídica de Chile, 1ra Ed.).
- BROOTA (2023): "Preguntas frecuentes". Disponible en: <https://inversion.broota.com/preguntas-frecuentes>. Fecha de acceso: 5/08/2023.
- CABALLERO GERMAIN, Guillermo y PARDOW, Diego (2020): "Cuanto más simple, mejor: análisis de las prácticas sobre la constitución y las formas de administración de las sociedades por acciones en Chile", *Revista de Derecho Privado*, N°39, pp. 301-321.
- CALLE, Leonardo (2021): "diafintech.com.mx". Disponible en: <https://diafintech.com.mx/noticia/lana-y-porcualto-obtiene-luz-verde-por-la-cnsv-y-ahora-son-22-ifs-autorizadas-en-mexico/>. Fecha de acceso: 2/12/2021.
- CANDELO, Elena y otros (2020): "Crowdfunded and then? The role of intellectual capital in the growth of equity-crowdfunded companies", *MEASURING BUSINESS EXCELLENCE*, vol. 24, N°4, pp. 475-494.
- CARAZO LÍEBANA, María José (2005): "*El Arbitraje Societario*" (Madrid, Marcial Pons, 1ra Ed.).
- CEA EGAÑA, José Luis (2013): "Tercera Regla de Oro del Derecho Público", *Revista de Derecho Universidad Finnis Terrae*, N°1, pp. 107-142.
- CENTER FOR STRATEGIC AND INTERNATIONAL STUDIES (CSIS) (2014): "Net Losses: Estimating the Global Cost of Cybercrime", Center for Strategic and International Studies (CSIS). Disponible en:

<https://www.csis.org/analysis/net-losses-estimating-global-cost-cybercrime>.

Fecha de acceso: 6/07/2023.

CENTRO DE ESTUDIOS FISCALES DE MÉXICO (): “<https://www.cefa.com.mx>”.

Disponible en: <https://www.cefa.com.mx/udi.php>. Fecha de acceso: 25/12/2021.

CICCHIELLO, Antonella Francesca y otros (2021): “Entrepreneurial dynamics and investor-oriented approaches for regulating the equity-based crowdfunding”, *Journal of Entrepreneurship and Public Policy*, vol. 10, N°2, pp. 235-260.

COMISIÓN NACIONAL BANCARIA Y DE VALORES (CNBV) (2021): “Guía para la solicitud de autorización para la organización y operación de instituciones de financiamiento colectivo”. Disponible en: https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/622657/Guia_Autorizacion_IFC_-_Marzo_2021.pdf. Fecha de acceso: 25/10/2021.

COMISIÓN PARA EL MERCADO FINANCIERO (2019): “CMF”. Disponible en: https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/articles-25860_recurso_9.pdf. Fecha de acceso: 4/06/2022.

COMISIÓN PARA EL MERCADO FINANCIERO (2023): “Comisión para el Mercado Financiero, Prensa y presentaciones, Comunicados”. Disponible en: https://www.cmfchile.cl/institucional/legislacion_normativa/normativa_tramite_ver_archivo.php?id=2023101669&seq=1. Fecha de acceso: 7/12/2023.

CONGRESO NACIONAL DE CHILE (2003): “Historia de la Ley N° 20.190. Primer Trámite Constitucional: Cámara de Diputados.”. Disponible en: <https://obtienearchivo.bcn.cl/obtienearchivo?id=recursoslegales/10221.3/660/1/HL20190.pdf>. Fecha de acceso: 21/04/2022.

COURBIS BASCUÑÁN, Juan Pablo (2016): “Diagnóstico y desarrollo de la ley n° 20.659 que simplifica el régimen de constitución, modificación y disolución de las sociedades comerciales”, *Revista Chilena de Derecho Privado, Universidad Diego Portales*, N°26, pp. 375-399.

CSIRT (2021): “CSIRT Gobierno de Chile”. Disponible en: <https://csirt.gob.cl/noticias/chile-recibe-410-millones-de-intentos-de-ciberataques-en-el-primer-trimestre-de-2021/>. Fecha de acceso: 28/08/2023.

- DELAVEAU SWETT, Gonzalo (2013): “Importancia de la Transparencia en el Ámbito de la Empresa Privada”, *Revista de Derecho Universidad Finnis Terrae*, N°1, pp. 241-253.
- DEVOTO TOLEDO, Enzo y MARQUET STANDEN, Simona (2020): “*Financiamiento Alternativo: Crowdfunding Financiero y su Regulación*”. Memoria para optar al grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad de Chile.
- DORSHIMER, Sam (2019): “Center for a New American Security (<https://www.cnas.org>)”. Disponible en: <http://www.jstor.com/stable/resrep20404>. Fecha de acceso: 2/01/2022.
- DOUMBIA, Djeneba (2020): “Small and Medium Enterprises in the Pandemic: Impact, Responses and the Role of Development Finance”, World Bank Group. Disponible en: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/729451600968236270/pdf/Small-and-Medium-Enterprises-in-the-Pandemic-Impact-Responses-and-the-Role-of-Development-Finance.pdf>. Fecha de acceso: 16/05/2023.
- DROGEN, Leigh (2012): “Selling Shovels In a Gold Rush”. Disponible en: <https://leighdrogen.com/selling-shovels-in-a-gold-rush-54abb756e769>. Fecha de acceso: 27/12/2021.
- EL MERCURIO (2018): “Economía y Negocios”. Disponible en: <https://www.ebankingnews.com/noticias/industria-del-crowdfunding-movio-mas-de-us-150-millones-el-ano-pasado-en-chile-0039299>. Fecha de acceso: 4/05/2021.
- EL MERCURIO (2019): “Economía y Negocios”. Disponible en: <http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=560493>. Fecha de acceso: 4/05/2021.
- EL MERCURIO (2021): “Bolsa de Santiago y Corfo lanzan ScaleX Santiago Venture Exchange, el nuevo mercado de financiamiento para las startups”. Disponible en: <https://portal.nexnews.cl/showN?valor=TzUyODI0NTdKNDI3NzI1NDAzNDU0MTgzNTQxMzY1NDIzMjUyMjc1NTI0MjQwMjg3NjUyODI0NTI4NzI1MzY4NDA0MDIyNTI0NzQ1MjgyODUyNDc4NTI0MjgwMjgwUDU1NTU1NTU1NTU1NTU1NTU1Mw==>. Fecha de acceso: 4/05/2022.

- ELDRIGE, Derek, NISAR, Tahir M. y TORCHIA, María Teresa (2021): "What impact does equity crowdfunding have on SME innovation and growth? An empirical study", *SMALL BUSINESS ECONOMICS*, vol. 56, N°1, pp. 105-120.
- FAÚNDEZ ALLIER, Juan Pablo y SILVA WALBAUM, Adolfo (2019): "Derecho, economía y ética de los negocios. Una relación necesaria para el mercado de valores", *Revista de Derecho*, N°52, pp. 35-56.
- FERNÁNDEZ BEDOYA, Víctor Hugo y otros (2020): "Collaborative Economy in Peru: Past, Present and Future", *Trajectoriã Nauki = Path of Science*, vol. 6, N°5, pp. 7001-7006.
- FIGUEROA DÍAZ, Luis (2018): "La regulación jurídica de la tecnología financiera en México", *Alegatos*, N°98, pp. 181-194.
- FIGUEROA YÁÑEZ, Gonzalo (2011): "*Curso de Derecho Civil*" (Santiago, Editorial Jurídica de Chile, 1ra Ed.).
- FONTICIELLA HERNÁNDEZ, Beatriz (2021): "*La protección del Inversor Minorista en el panorama Fintech*" (Madrid, Editorial DYKINSON, 1ra Ed.).
- FUNK, Andrea S. (2018): "*Crowdfunding in China - A new Institutional Economics Approach*" (Würzburg, Springer, 1ra Ed.).
- GARCÍA CAVERO, Percy (2016): "Las Políticas Anticorrupción en la Empresa", *Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*, N°47, pp. 219-244.
- GOLDBERG, Mike (2008): "Chile: A Strategy to Promote Innovative Small and Medium Enterprises", Policy Research Working Paper. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1095058>. Fecha de acceso: 14/04/2022.
- GONZÁLES, John De Jesús, SAAVEDRA GARCÍA, María Luisa y VALDÉS MEDINA, Filiberto Enrique (2021): "Factores de éxito en el financiamiento para Pymes a través del Crowdfunding en México", *Revista Mexicana de Economía y Finanzas, Nueva Época*, vol. 16, N°2, pp. 1-23.
- GRAZIANO, Elvira Anna y otros (2021): "Intellectual capital, knowledge sharing and equity crowdfunding", *Journal of Intellectual Capital*, vol. 22, N°1, pp. 95-121.
- GREGORY, Neil (2020): "Small and Medium Enterprises in the Pandemic: Impact, Responses and the Role of Development Finance", World Bank Group. Disponible en: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/729451600968236270/pdf/S>

mall-and-Medium-Enterprises-in-the-Pandemic-Impact-Responses-and-the-Role-of-Development-Finance.pdf. Fecha de acceso: 16/05/2023.

- HARRELL, Peter E. (2019): "Center for a New American Security (<https://www.cnas.org>)". Disponible en: <http://www.jstor.com/stable/resrep20404>. Fecha de acceso: 2/01/2022.
- HARTMANN, Patrick y otros (2017): "Warm glow vs. altruistic values: How important is intrinsic emotional reward in proenvironmental behavior?", *Journal of Environmental Psychology*, vol. 52, pp. 43-55.
- HATSURU, Morita (2016): "Crowdfunding in Japan: Current Regulation and the Future of Business". Disponible en: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2752312>. Fecha de acceso: 14/04/2022.
- HÖRISCH, Jacob (2019): "Take the money and run? Implementation and disclosure of environmentally-oriented crowdfunding projects", *Journal of Cleaner Production*, vol. 223, pp. 127-135.
- HÖRISCH, Jacob y TENNER, Isabell (2020): "How environmental and social orientations influence the funding success of investment-based crowdfunding: The mediating role of the number of funders and the average funding amount", *Technological Forecasting and Social Change*, vol. 161, N°120311.
- HORNUF, Lars y NEUENKIRCH, Mathias (2017): "Pricing shares in equity crowdfunding", *Small Business Economics*, vol. 48, N°4, pp. 795-811.
- HORNUF, Lars y SCHWIENBACHER, Armin (2017): "Should securities regulation promote equity crowdfunding?", *Small Business Economics*, vol. 49, N°3, pp. 579-593.
- HU, Ying (2015): "Regulation of Equity Crowdfunding in Singapore", *Singapore Journal of Legal Studies*, N°, pp. 46-76.
- HUI HUANG, Robin (2021): "*Fintech in China - Principles, Policies and Practices*" (Cambridge, Cambridge University Press, 1ra Ed.).
- JENIK, Ivo (2017): "CGAP (Consultative Group to Assist the Poor)". Disponible en: <https://www.cgap.org/sites/default/files/researches/documents/Working-Paper-Regulatory-Sandboxes-Oct-2017.pdf>. Fecha de acceso: 14/04/2022.

- JEQUIER LEHUEDÉ, Eduardo (2012): “Estatuto PYME y Sociedades Anónimas de Garantía Recíproca. Nuevas tendencias del Derecho Chileno de Sociedades”, *Cuadernos de Extensión Jurídica, Universidad de Los Andes*, vol. 22.
- KALLIO, Aki (2021): “Crowdfunding Act Accelerating the Growth of the Crowdfunding Market in Finland”, *Ius Comparatum - Global Studies in Comparative Law*, vol. 55, N°, pp. 291-302.
- KHOTARI, Sam (2015): “Why it's better to be selling shovels than digging for gold.”. Disponible en: <https://www.linkedin.com/pulse/why-its-better-selling-shovels-than-digging-gold-sam-kothari/>. Fecha de acceso: 27/12/2021.
- LABOURÉ, Marion, MELKA, Lionel y KLEIN, Dorian (2019): “*Fintech - La Finance pour tous*” (Paris, Economica, 1ra Ed.).
- LAIBE SÁEZ, Tomás (2020): “¿Tu empresa en un día? análisis del régimen simplificado para la creación de empresas : alcances, efectos y espacios de mejora”, Universidad de Chile. Disponible en: <https://repositorio.uchile.cl/handle/2250/187424>. Fecha de acceso: 28/04/2022.
- LAM, Patrick T.I. y otros (2016): “Crowdfunding for renewable and sustainable energy projects: An exploratory case study approach”, *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, vol. 60, pp. 11-20.
- LANIS VENTURA, León (2023): “*REGULACIÓN FINTECH Y CRYPTO: ANÁLISIS COMPARADO PARA LA APLICACIÓN REGULATORIA EN CHILE*”. Tesis de master de la Universidad del Desarrollo.
- LAUER, Kate (2017): “CGAP (Consultative Group to Assist the Poor)”. Disponible en: <https://www.cgap.org/sites/default/files/researches/documents/Working-Paper-Regulatory-Sandboxes-Oct-2017.pdf>. Fecha de acceso: 14/04/2022.
- LAVE, Lester B. (1962): “An Empirical Approach to the Prisoners' Dilemma Game”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 76, N°3, pp. 424-436.
- LAVINSKY, David (2010): “Funding Fathers”. Disponible en: <http://www.sbnonline.com/article/funding-fathers-the-birth-of-business-crowdfunding-is-providing-new-ways-to-get-money/>. Fecha de acceso: 30/04/2021.

- LEYDEN, Dennis P., LINK, Albert N. y SIEGEL, Donald S. (2014): "A theoretical analysis of the role of social networks in entrepreneurship", *Research Policy*, vol. 43, N°7, pp. 1147-1163.
- LUKKARINEN, Anna y SCHWIENBACHER, Armin (2023): "Secondary market listings in equity crowdfunding: The missing link?", *Research Policy*, vol. 52, N°1, pp. 1-22.
- MANNING, Stephan y BEJARANO, Thomas A. (2017): "Convincing the crowd", *Strategic Organization*, vol. 15, N°2, pp. 194-219.
- MANNING, Tom y SHI, Yuwei (2009): "Understanding Business Models and Business Model Risks", *The Journal of Private Equity*, vol. 12, N°2, pp. 49-59.
- MERCADO ESPINOSA, Ricardo (2021): "El crowdfunding llegó al Perú, ¿para quedarse?", *Advocatus*, N°39, pp. 285-296.
- MOEDL, Michael M. (2021): "Two's a company, three's a crowd: Deal breaker terms in equity crowdfunding for prospective venture capital", *Small Business Economics*, vol. 57, N°, pp. 927-952.
- MONETARY AUTHORITY OF SINGAPORE (2016): "Response to Feedback Received - Facilitating Securities-Based Crowdfunding". Disponible en: <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/News-and-Publications/Consultation-Papers/Crowdfunding/Response-to-Feedback-Received--Facilitating-Securitiesbased-Crowdfunding.pdf>. Fecha de acceso: 16/05/2023.
- MULTILATERAL INVESTMENT FUND PART OF THE IDB GROUP (2015): "The CCA Group". Disponible en: <https://www.crowdfundcapitaladvisors.com/cca-releases-creating-a-crowdfunding-ecosystem-in-chile/>. Fecha de acceso: 16/05/2023.
- MUNDIAL, Banco (2013): "Crowdfunding's potential for the developing world". Disponible en: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/409841468327411701/pdf/840000WP0Box380crowdfunding0study00.pdf>. Fecha de acceso: 16/05/2023.
- MYLENKO, Nataliya (2011): "Small and Medium Enterprises: A Cross-Country Analysis with a New Data Set", The World Bank. Disponible en: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/967301468339577330/pdf/WPS5538.pdf>. Fecha de acceso: 16/05/2023.

- NIÑO TEJEDA, Eduardo (1983): “Los Principios Generales del Derecho en el Código Civil Chileno y en el Código Español”, *Revista de Derecho de la Universidad Católica de Valparaíso*, N° 7, pp. 47-70.
- ORTIZ FERRO, Cristián Camilo (2023): “Repositorio Universidad Libre de Colombia”. Disponible en: <https://repository.unilibre.edu.co/bitstream/handle/10901/26213/TRABAJO%20DE%20GRADO.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Fecha de acceso: 4/03/2024.
- ORTIZ, Rocío (2023): “Déficit de talentos para la ciberseguridad”. Disponible en: <https://www.df.cl/opinion/cartas/deficit-de-talentos-para-la-ciberseguridad>. Fecha de acceso: 15/09/2022.
- PALLADINI, Eric (2008): “Chile: A Strategy to Promote Innovative Small and Medium Enterprises”, Policy Research Working Paper. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1095058>. Fecha de acceso: 14/04/2022.
- PEKMEZOVIC, Alma y WALKER, Gordon (2016): “The Global Significance of Crowdfunding: Solving the SME Funding Problem and Democratizing Access to Capital”, *William & Mary Business Law Review*, vol. 7, N°2, pp. 347-458.
- PINAR ARDIC, Oya (2011): “Small and Medium Enterprises: A Cross-Country Analysis with a New Data Set”, The World Bank. Disponible en: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/967301468339577330/pdf/WPS5538.pdf>. Fecha de acceso: 16/05/2023.
- PINOCHET AUBELE, Matías (2018): “*Análisis Crítico de la Sociedad por Acciones - Memoria para optar al grado de licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales.*”. Memoria para optar al grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad de Chile.
- PRESIDENTE DE LA REPÚBLICA DE CHILE (2021): “Mensaje del Proyecto de Ley - 14570-05”. Disponible en: <https://www.camara.cl/verDoc.aspx?prmID=14797&prmTIPO=INICIATIVA>. Fecha de acceso: 22/03/2022.
- PUELMA ACCORSI, Álvaro (2011): “*Sociedades*” (Santiago, Editorial Jurídica de Chile, 2da Ed.).

- PUGA VIAL, Juan Esteban (2011): “*La Sociedad Anónima y otras sociedades por acciones en el Derecho chileno y comparado*” (Santiago, Editorial Jurídica de Chile, 3ra Ed.).
- RAGOSSIS, Alexandros (2020): “Small and Medium Enterprises in the Pandemic: Impact, Responses and the Role of Development Finance”, World Bank Group. Disponible en: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/729451600968236270/pdf/Small-and-Medium-Enterprises-in-the-Pandemic-Impact-Responses-and-the-Role-of-Development-Finance.pdf>. Fecha de acceso: 16/05/2023.
- RAND CORPORATION (2020): “RAND Corporation (<https://www.rand.org>)”. Disponible en: <http://www.jstor.org/stable/resrep24271>. Fecha de acceso: 2/01/2022.
- REDDY, Aarti (2020): “Small and Medium Enterprises in the Pandemic: Impact, Responses and the Role of Development Finance”, World Bank Group. Disponible en: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/729451600968236270/pdf/Small-and-Medium-Enterprises-in-the-Pandemic-Impact-Responses-and-the-Role-of-Development-Finance.pdf>. Fecha de acceso: 16/05/2023.
- ROMERO RODRÍGUEZ, Sophia (2012): “Arbitrabilidad objetiva en el proceso de formación de la voluntad societaria en las sociedades de capital: ¿Es el arbitraje interno un mecanismo integrador y supletorio de la función de los órganos de administración?”, *Cuadernos de extensión jurídica - Sociedades de Capital. Nuevas tendencias del derecho chileno de sociedades.*, vol. 22, N°, pp. 229-250.
- ROSENBERG, Elizabeth (2019): “Center for a New American Security (<https://www.cnas.org>)”. Disponible en: <http://www.jstor.com/stable/resrep20404>. Fecha de acceso: 2/01/2022.
- SALTANE, Valentina (2011): “Small and Medium Enterprises: A Cross-Country Analysis with a New Data Set”, The World Bank. Disponible en: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/967301468339577330/pdf/WPS5538.pdf>. Fecha de acceso: 16/05/2023.
- SÁNCHEZ, Arely (2016): “Urgen Regular Crowdfunding”, *Agencia Reforma*.

- SANDOVAL LÓPEZ, Ricardo (2010): “*Derecho Comercial. Tomo II.*” (Santiago, Editorial Jurídica de Chile, 2da Ed.).
- SANTA ANA, Claudia (2023): “Déficit de talentos para la ciberseguridad”. Disponible en: <https://www.df.cl/opinion/cartas/deficit-de-talentos-para-la-ciberseguridad>. Fecha de acceso: 22/07/2022.
- SCHWARTZ, Andrew A. (2018): “The Gatekeepers of Crowdfunding”, *Washington and Lee Law Review*, vol. 75, N°, pp. 885-955.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2013): “Crowdfunding”, Federal Register. Disponible en: <https://regulations.justia.com/regulations/fedreg/2013/11/05/2013-25355.html>. Fecha de acceso: 15/10/2021.
- SEN, Amartya Kumar (1977): “Rational Fools: A Critique of the Behavioral Foundations of Economic Theory”, *Philosophy & Public Affairs*, vol. 6, N°4, pp. 317-344.
- SHEN, Tao y otros (2020): ““I Invest by Following Lead Investors!” The Role of Lead Investors in Fundraising Performance of Equity Crowdfunding”, *Frontiers in Psychology*, vol. 11, N°632.
- SHIFFMAN, Gary M. (2019): “Center for a New American Security (<https://www.cnas.org>)”. Disponible en: <http://www.jstor.com/stable/resrep20404>. Fecha de acceso: 2/01/2022.
- SOSA BABINA, Karen Arianett (2023): “*Instituciones Fintech, Herramienta de Inclusión Financiera*”. Tesis para optar al grado de abogado de la Universidad Autónoma de México.
- SQUELLA NARDUCCI, Agustín (2011): “*Introducción al Derecho*” (Santiago, Editorial Jurídica de Chile, 1ra Ed.).
- TERRAZAS PONCE, Juan David (2004): “Algunas consideraciones sobre los Principios Generales del Derecho y un breve análisis de su aplicación en el Ordenamiento Jurídico Chileno”, *Revista de Derecho de la Universidad Católica del Norte*, vol. 11, N° 1, pp. 133-159.
- TIMMIS, Jonathan (2020): “Small and Medium Enterprises in the Pandemic: Impact, Responses and the Role of Development Finance”, World Bank Group. Disponible en: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/729451600968236270/pdf/S>

mall-and-Medium-Enterprises-in-the-Pandemic-Impact-Responses-and-the-Role-of-Development-Finance.pdf. Fecha de acceso: 16/05/2023.

TOVAR AYLLÓN, Adrián (2021): “Regulación del financiamiento participativo financiero 'crowdfunding' en el Perú: ¿Estamos cometiendo el error de siempre?”, *Advocatus*, N°40, pp. 285-301.

VALENCIA FRANCO, Dorisol (2023): “Repositorio Universidad Libre de Colombia”. Disponible en: <https://repository.unilibre.edu.co/bitstream/handle/10901/26213/TRABAJO%20DE%20GRADO.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Fecha de acceso: 4/03/2024.

VÁQUEZ PALMA, María Fernanda (2014): “Intentos modernizadores en el derecho societario chileno: análisis de Las Leyes 20.494 Y 20.659”, *Revista de Derecho, Universidad Católica del Norte*, vol. 21, N°1, pp. 353-384.

VÁSQUEZ PALMA, María Fernanda (2010): “Revisión del ámbito de aplicación subjetivo y objetivo de la noción de uso de información privilegiada en Chile: un examen de la normativa a la luz de las tendencias doctrinales y jurisprudenciales”, *Revista de Derecho Universidad Católica del Norte*, vol. 17, N°2, pp. 239-297.

VÁSQUEZ PALMA, María Fernanda (2013): “La Inscripción de acciones en las sociedades anónimas cerradas. Reflexiones en torno a su regulación.”, *Revista de Derecho*, vol. 1, N°20, pp. 393-409.

VISMARA, Silvio (2016): “Equity retention and social network theory in equity crowdfunding”, *Small Business Economics*, vol. 46, N°4, pp. 579-590.

WHITTAKER, John y MACHEL KC, John (2009): “*The Law of Limited Liability Partnerships*” (New York, Bloomsbury Publishing, 3ra Ed.).

ZIMMERMAN, Eilene (2016): “The New York Times”. Disponible en: <https://www.nytimes.com/2016/04/07/business/dealbook/the-evolution-of-fintech.html>. Fecha de acceso: 2/01/2022.