



**UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA**

ESCUELA DE DERECHO

MAESTRÍA EN DERECHO Y ECONOMÍA

**LA REGULACIÓN DEL CROWDFUNDING EN ARGENTINA:
DESAFÍOS DE LA REGLAMENTACIÓN**

APELLIDO, NOMBRE: ENCISO NADIA CARINA

LEGAJO: 14D789

TUTOR: MARTÍN E. PAOLANTONIO

Abstract

El 29 de marzo de 2017 la Cámara de Senadores sancionó el proyecto de ley 27.349 de “Apoyo al Capital Emprendedor” y su reglamentación, la Resolución General 717-E/2017, fue publicada en el Boletín Oficial el 3 de enero de 2018. De esta forma, se receptó por primera vez en nuestro ordenamiento jurídico el Sistema de Financiamiento Colectivo -comúnmente conocido como “Crowdfunding”- en el ámbito del mercado de capitales.

La ley tuvo como objetivo apoyar la actividad emprendedora en el país y su expansión internacional, la generación de capital emprendedor y la promoción de su desarrollo considerando la presencia geográfica de la actividad en todas las provincias de la Argentina.

De esta forma, este novedoso mecanismo de financiamiento permite a los inversores participar en proyectos promocionados por pequeñas y medianas empresas (PyMEs) mediante la: i) la adquisición de acciones; ii) la adquisición de préstamos convertibles en acciones; y iii) de la participación en un fideicomiso. Así, la ley 27.349 recepta el denominado crowdfunding de capital (*Equity Based Crowdfunding*) descartando otras alternativas vinculadas con el endeudamiento: el crowdfunding de préstamos (*Debt-Based Crowdfunding*).

El crecimiento exponencial del crowdfunding a nivel mundial llamó la atención de los reguladores de diferentes países quienes han visto en esta herramienta un medio idóneo para la canalización de fondos desde los inversores hacia las pequeñas y medianas empresas a menores costos y sin necesidad de la intervención de intermediarios financieros. Sin embargo, la regulación del instituto presenta grandes desafíos para el legislador ya que una política regulatoria adecuada deberá asegurar el delicado equilibrio entre tres objetivos fundamentales: la eficiencia, la protección de los inversores y la estabilidad financiera. En consecuencia, no debe perderse de vista que estos objetivos se retroalimentan entre sí de manera que un peso excesivo sobre uno de ellos puede conducir a resultados ineficientes o subóptimos.

En función de ello, el presente trabajo consistirá en efectuar una valoración de los efectos y consecuencias de la reglamentación del instituto mediante el uso de herramientas de análisis económico del derecho para luego, en base a los resultados de la evolución de la industria contrastables empíricamente, esbozar algunas propuestas de

modificación a la normativa. Ello a los fines de arribar a una potencial mejora en términos de eficiencia como valor deseable para la sociedad.

Keywords: crowdfunding de donación , recompensa, préstamo y capital, sistema de financiamiento colectivo, financiación participativa, *Equity Based Crowdfunding*, *Lending o Debt-Based crowdfunding*, *Donation Based crowdfunding*, *Reward Based Crowdfunding*, *Financial Return Crowd-funding- FR*, ley de apoyo al capital emprendedor, emprendedor, plataforma de financiamiento colectivo, proyecto de financiamiento colectivo, PyMEs, IOSCO, CNV, SEC, P2P.

I.	INTRODUCCIÓN AL CROWDFUNDING COMO SISTEMA DE FINANCIAMIENTO COLECTIVO	6
1.	DEFINICIÓN DEL CROWDFUNDING	7
2.	PARTICIPANTES	8
3.	MODALIDADES	9
	(i) <i>Donación (Donation Based Crowdfunding)</i>	10
	(ii) <i>Recompensa (Reward Based Crowdfunding)</i>	11
	(iii) <i>Préstamo (Lending o Debt-Based Crowdfunding)</i>	11
	(iv) <i>De participación en el capital (Equity Based Crowdfunding)</i>	12
4.	MODALIDADES DE NEGOCIO EN EL CROWDFUNDING FINANCIERO (<i>FINANCIAL RETURN CROWD-FUNDING- FR</i>)	13
	a) <i>De cuenta segregada</i>	13
	b) <i>Notarial</i>	15
	c) <i>Devolución garantizada</i>	16
	d) <i>De capitalización colectiva</i>	18
II.	BENEFICIOS Y RIESGOS DEL SISTEMA DE FINANCIAMIENTO COLECTIVO	18
1.	BENEFICIOS	18
	a) <i>Contribuye al crecimiento económico a través de nuevos y crecientes flujos de crédito destinados a las pequeñas y medianas empresas y a otros usuarios de la economía real</i>	19
	b) <i>Creación de nuevos productos destinados al inversor minorista que permite la diversificación de carteras</i>	20
	c) <i>Llenan un espacio dejado por los bancos</i>	20
	d) <i>Menor costo de capital y altos retornos</i>	21
	e) <i>Conveniencia. Permite a los inversores administrar sus carteras de manera práctica y accesible</i>	21
	f) <i>Incrementa la competencia en un espacio tradicionalmente dominado por unos pocos proveedores</i>	22
	g) <i>Democratiza el acceso al capital</i>	22
	h) <i>Permite el desarrollo de nuevas herramientas de scoring</i>	23
	i) <i>Es útil para el sondeo de mercado y la evaluación de potencial demanda</i>	23
	j) <i>Uso como herramienta de marketing</i>	24
2.	RIESGOS	24
	a) <i>Riesgo de incumplimiento</i>	24
	b) <i>Riesgos de la plataforma</i>	27
	c) <i>Riesgo de fraude</i>	27
	d) <i>Asimetría y calidad de la información</i>	28
	e) <i>Inexperiencia del inversor</i>	30
	f) <i>Riesgo de iliquidez</i>	30
	g) <i>Ciberataque</i>	31
	h) <i>Riesgo sistémico</i>	31
	i) <i>Riesgo de divulgación de la información</i>	32
III.	REGULACIÓN DEL CROWDFUNDING EN ARGENTINA	32
1.	ESTADO ACTUAL DE LA REGULACIÓN DEL CROWDFUNDING EN ARGENTINA	32
2.	ASPECTOS PARTICULARES DEL RÉGIMEN ESPECIAL DE PROMOCIÓN PARA FOMENTO DE LA INDUSTRIA DE CAPITAL EMPRENDEDOR	33
3.	RESOLUCIÓN GENERAL CNV 717/2017 CROWDFUNDING -PLATAFORMA DE FINANCIAMIENTO COLECTIVO	35
4.	REGULACIÓN DEL CROWDFUNDING EN LOS PAÍSES EN LOS QUE SE ENCUENTRA MÁS DESARROLLADO	42
	a) <i>Italia:</i>	42
	b) <i>Francia</i>	44
	c) <i>Estados Unidos de América</i>	45
	d) <i>Reino Unido</i>	46
	e) <i>España</i>	47
	f) <i>Alemania</i>	48
IV.	ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO APLICABLE AL INSTITUTO	50
1.	INTRODUCCIÓN.....	50

2.	EL CONCEPTO DE EFICIENCIA ECONÓMICA.....	51
3.	ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO NORMATIVO.....	52
4.	ANÁLISIS DE LA LEY DE “APOYO AL CAPITAL EMPRENDEDOR”. SUS EFECTOS Y CONSECUENCIAS EN TORNO AL CONCEPTO DE EFICIENCIA COMO VALOR DESEABLE.....	53
5.	PROPUESTA DE POSIBLES MODIFICACIONES A LA REGLAMENTACIÓN.....	57
V.	CONCLUSIÓN.....	59
	ANEXO I.....	61
	ANEXO II.....	62
	ANEXO III.....	64
	BIBLIOGRAFIA.....	66

I. Introducción al crowdfunding como sistema de financiamiento colectivo

El fenómeno del crowdfunding o financiación participativa nace como consecuencia, entre otros factores, de la retracción económica del crédito y del endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación en los Estados Unidos de América durante la crisis económica que inició en el 2008¹. Además, el fuerte desarrollo de la tecnología contribuyó de manera fundamental al despegue de este fenómeno actuando como un potente facilitador de nuevas formas de interacción, intermediación y actuación colectiva.

En ese contexto, la existencia de barreras de acceso al capital para el financiamiento de proyectos a través del sistema bancario tradicional, particularmente para las pequeñas y medianas empresas que se encuentran en etapas de incipiente desarrollo, dio origen a la creación de nuevos mecanismos de financiamiento a menores costos. Por otra parte, las reducidas tasas de interés ofrecidas por las entidades financieras alentaron a los inversores a buscar nuevas alternativas de inversión a mayor rentabilidad.

Como complemento del crédito bancario, el financiamiento colectivo se presenta como una fuente de financiación alternativa en la economía real brindando nuevas oportunidades a las empresas jóvenes e innovadoras que no cuentan con garantías reales de envergadura, activos fijos o historial financiero² que les permita el acceso a créditos bancarios tradicionales.

El fuerte crecimiento de la financiación participativa y su potencial para la financiación de empresas de menor tamaño ha llamado la atención de los reguladores que se plantean cómo favorecer el desarrollo de esta industria naciente en la medida en que puede contribuir de manera positiva a la economía y a la sociedad.

Asimismo, la proximidad que tiene esta actividad con otras actividades reguladas en el ámbito de servicios financieros, como el préstamo, el capital riesgo, la inversión colectiva o la prestación de servicios de inversión, hace necesario determinar si nos encontramos ante una variante de una actividad tradicional basada en nuevas

¹ La crisis financiera Global de 2008 se desató de manera directa debido al colapso de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos en el año 2006, que provocó aproximadamente en octubre de 2007 la llamada crisis de las hipotecas *subprime*. Las repercusiones de la crisis hipotecaria comenzaron a manifestarse de manera extremadamente grave desde inicios de 2008, contagiándose primero al sistema financiero estadounidense, y después al internacional, teniendo como consecuencia una profunda crisis de liquidez, y causando, indirectamente, otros fenómenos económicos, como una crisis alimentaria global, diferentes derrumbes bursátiles (como la crisis bursátil de enero de 2008 y la crisis bursátil mundial de octubre de 2008) y, en conjunto, una crisis económica a escala internacional (https://es.wikipedia.org/wiki/Crisis_financiera_de_2008).

tecnologías, o si tiene características que le son propias y que la harían merecedora de un marco regulatorio específico³. La respuesta aún no ha sido fácil ni mucho menos unánime, ni siquiera en la Unión Europea donde existe un alto grado de armonización de la regulación de los servicios financieros como parte del Mercado Único Interior.

En la actualidad resulta indiscutible que el sistema de financiamiento colectivo está creciendo de manera exponencial y que son muchos los países que lo han regulado, sin embargo constituye un desafío para el legislador adoptar las medidas necesarias que den lugar al crecimiento de esta industria facilitando su desarrollo en las economías reales sin descuidar y proteger a los pequeños inversores.

1. Definición del crowdfunding

El crowdfunding consiste en el aporte de pequeñas cantidades de dinero por parte de un gran número de individuos a un proyecto determinado mediante el uso de Internet⁴. Se trata de una forma de financiación que surgió con la conocida *web 2.0*⁵ que hizo posible que los usuarios de la red no solo tuvieran acceso a la información, sino que también pudieran contribuir a la creación de la misma pasando a tener un papel mucho más activo y facilitando el acceso a redes de inversores o consumidores de todo el mundo. Se trata, por tanto, de una actividad de economía colaborativa⁶ cuya principal característica radica en la reducción de los costos de transacción.

Este mecanismo de financiamiento describe un amplio y variado conjunto de esquemas de financiación de muy diversa índole cuyo uso en sus inicios se orientó a causas benéficas y culturales como la producción de obras literarias, musicales⁷, películas, pero

³ Rodríguez Fernández, Soledad, “*Crowdfunding y Economía Participativa*”, Capítulo 6, pág. 247/248.

⁴ Eleanor Kirby and Shane Worner, “*Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*”, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department, pág. 4 y sig.

⁵ El término 'Web 2.0' o 'Web social' comprende aquellos sitios web que facilitan el compartir información, la interoperabilidad, el diseño centrado en el usuario y la colaboración en la *World Wide Web*. Web 2.0 permite a los usuarios interactuar y colaborar entre sí, como creadores de contenido. La red social conocida como web 2.0 pasa de ser un simple contenedor o fuente de información; la web en este caso se convierte en una plataforma de trabajo colaborativo. Ejemplos de la Web 2.0 son las comunidades web, los servicios web, las aplicaciones Web, los servicios de red social, los servicios de alojamiento de videos, las wikis, blogs, *mashups* y folcsonomías (https://es.wikipedia.org/wiki/Web_2.0).

⁶ El crowdfunding tiene sus raíces en el *crowdsourcing*. Jeff Howe, quien acuñó el término en el año 2006, estableció que el concepto de "*crowdsourcing*" depende esencialmente del hecho de que, debido a que es una convocatoria abierta a un grupo indeterminado de personas, reúne a los más aptos para desarrollar las tareas, para responder ante problemas complejos, y para así contribuir aportando las ideas más frescas y relevantes.

⁷ Una de las plataformas más famosas hoy en día sigue siendo *Kickstarter* a través de la cual cineastas, músicos, artistas y diseñadores solicitan donaciones al público para financiar sus proyectos creativos. Ver www.kickstarter.com.

que con el tiempo se extendió hacia la financiación del consumo de particulares o de proyectos empresariales.

Su desarrollo a través de las redes sociales y plataformas P2P⁸ (*Peer to Peer* o entre pares) ha añadido además otras funciones que consiguen definir a este sistema con un perfil propio e innovador que lo distingue de una simple emulación electrónica de financiación en masa. Las diversas modalidades de crowdfunding representan, en realidad, una oportunidad para canalizar campañas de financiación colectiva con un alto grado de participación y con interesantes posibilidades de colaboración que aportan valor al simple proceso de aportación de recursos⁹.

Esta infraestructura tecnológica permite el acceso a un amplio colectivo de usuarios en condiciones de interacción directa y multilateral a bajos costos en comparación con los sistemas de financiamiento tradicionales. Comparada con el carácter vertical de la oferta pública, donde la transacción es ordenada y estructurada por medio del sindicato de entidades colocadoras, la financiación colectiva es un proceso mucho más horizontal, con un grado de interacción importante entre los inversores¹⁰.

2. Participantes

Este mecanismo de financiamiento colectivo involucra la actuación de tres partes fundamentales:

- i. El promotor, que es quien solicita financiación para su proyecto y quien recibe los aportes obtenidos;
- ii. La plataforma tecnológica, que es el espacio *web* que actúa como lugar de encuentro entre los inversores y quienes solicitan financiación. De acuerdo al rol que asuma la plataforma, su nivel de injerencia en el marco de la operación puede variar. En muchos casos proveen contratos proformas, gestionan cobros y pagos, catalogan los

⁸ Una red peer-to-peer, red de pares, red entre iguales o red entre pares (P2P, por sus siglas en inglés) es una red de ordenadores en la que todos o algunos aspectos funcionan sin clientes ni servidores fijos, sino una serie de nodos que se comportan como iguales entre sí. Es decir, actúan simultáneamente como clientes y servidores respecto a los demás nodos de la red. Las redes P2P permiten el intercambio directo de información, en cualquier formato, entre los ordenadores interconectados (<https://es.wikipedia.org/wiki/Peer-to-peer>).

⁹ Rodríguez de las Heras Ballel, Teresa, “*El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos*”, pág. 103 y sig.

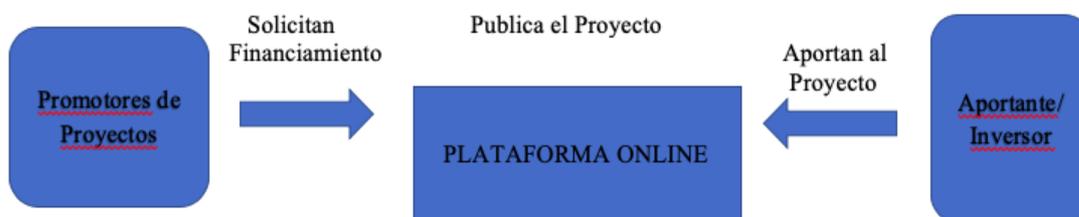
¹⁰ Paolantonio, Martín E., “*Introducción a la Financiación colectiva (Crowdfunding) en el Mercado de Capitales*”, Derecho Comercial del Consumidor y de la Empresa, Año V, Nro. 2, Abril 2014, Buenos Aires, pág. 289.

proyectos en función del riesgo que presentan, siendo estos servicios por los cuales perciben una comisión¹¹;

iii. El aportante/inversor, que es quien ofrece financiación mediante un aporte particular cuyo destino es el proyecto promocionado en la plataforma.

De las relaciones jurídicas que conforman este esquema, la más relevante es aquella que se da entre el promotor y el aportante/inversor dado que la clasificación de los tipos de crowdfunding se construye en función de cómo se encuentra articulada esta relación.

Esquema de Financiación Participativa



3. Modalidades

La financiación colectiva puede clasificarse de acuerdo a las siguientes modalidades: (i) donación (*Donation Based Crowdfunding*); (ii) recompensa (*Reward Based Crowdfunding*); (iii) préstamo (*Lending o Debt-Based Crowdfunding*) y (iv) de participación en el capital (*Equity Based Crowdfunding*).

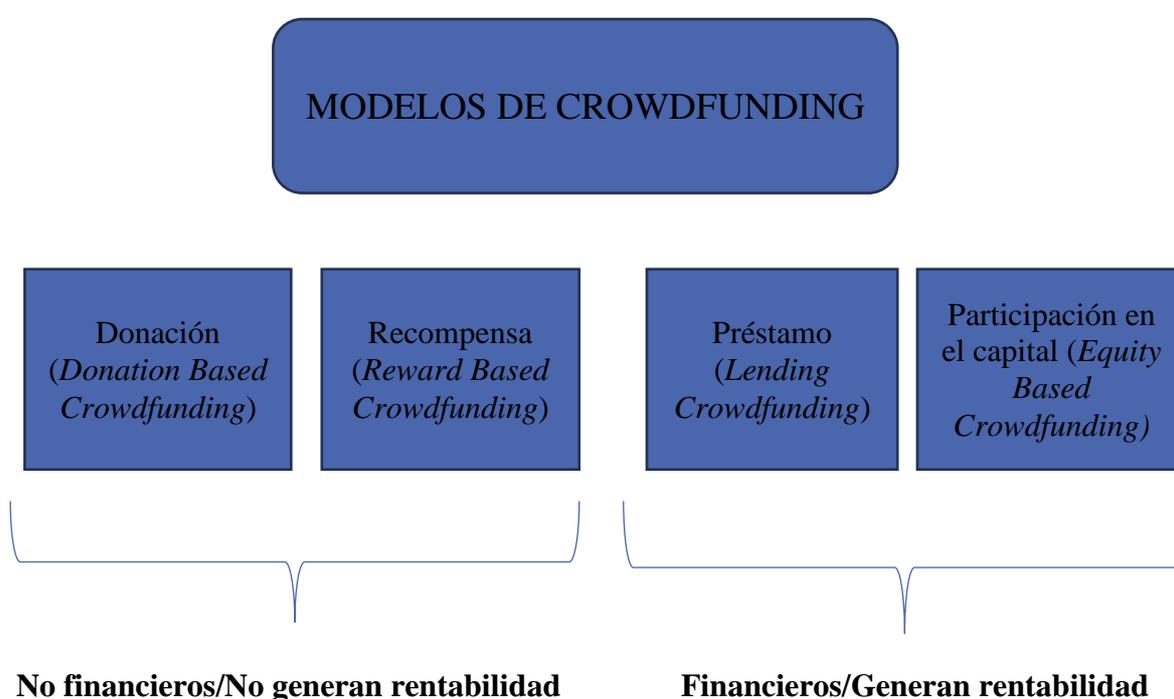
Asimismo, el financiamiento colectivo se clasifica en:

- ✓ Sin fines de lucro o no financiero: es aquel que no genera retornos para el aportante. Dentro de esta categoría se encuentran el crowdfunding de donación y de la recompensa;
- ✓ Financiero (*Financial Return Crowd-funding- FR*): es aquel que genera una rentabilidad para el aportante y se encuentra vinculado con el mercado financiero. En otras palabras, lo que prima aquí es el componente financiero de la actividad. A esta categoría pertenecen el crowdfunding de préstamos y el de participación en el capital.

¹¹ Ver Anexo I que sintetiza las principales características de las plataformas de crowdfunding financiero.

Resta destacar que de ambas categorías de financiamiento colectivo, la que mayor interés despertó en el legislador es el crowdfunding financiero por su particular vinculación con el mercado de capitales y la actividad financiera. Por consiguiente, en los países en donde se encuentra más evolucionado, ha sido regulado a través de leyes vinculadas a los servicios de intermediación y emisión de instrumentos financieros, aquellas relacionadas con el crédito, la protección del consumidor, y la provisión de servicios de pago.

Para mayor ilustración, la siguiente figura representa de forma esquematizada lo indicado previamente:



(i) **Donación (*Donation Based Crowdfunding*)**: consiste en aportes efectuados por usuarios en forma de donaciones quienes buscan apoyar sin ánimo de lucro proyectos específicos de ayuda social o cultural liderados por organizaciones (generalmente, ONG), asociaciones o individuos. El carácter específico de los proyectos que se presentan, la posibilidad de que a través de la plataforma los donantes reciban información detallada y puntual sobre su estado de evolución o desarrollo y la capacidad de interacción entre los usuarios y los promotores -e incluso con los beneficiarios del proyecto- son algunas de las características que identifican este tipo de financiamiento colectivo.

(ii) **Recompensa (Reward Based Crowdfunding)**: se trata de uno de los modelos de crowdfunding más difundidos. Bajo esta modalidad, los promotores del proyecto ofrecen un producto o servicio como contraprestación por los aportes recibidos. Esta modalidad se utiliza especialmente para el financiamiento de emprendimientos artísticos, culturales o creativos.

El crowdfunding de recompensa presenta dos variantes de desarrollo según la relación existente entre la cuantía del aporte recibido y el valor relativo de la recompensa. En el primer modelo el aportante ve compensada su contribución al proyecto, generalmente de cuantía reducida, con una recompensa de valor simbólico y que generalmente no suele corresponderse en términos de precio con la cantidad aportada. Este sistema de financiamiento puede ser utilizado para financiar conciertos, producciones cinematográficas, libros, obras de teatro, invitaciones a preestrenos, etc. En otras palabras, podría decirse que el aportante contribuye a un determinado fin social.

En el segundo de los modelos, el aporte al proyecto se corresponde con el precio del producto o servicio que el aportante abona por anticipado. En estos casos, la relación entre el aportante y el promotor se materializa a través de la celebración de un contrato de compraventa, de obra o de prestación de servicios en el que el aportante realiza un pago anticipado del precio convenido con la finalidad de que el promotor utilice esos fondos para iniciar y desarrollar su actividad. Es usual que también se pacten rebajas en el precio por compras anticipadas.

En este último modelo, denominado “todo o nada”, el aportante no desembolsa el dinero hasta que el proyecto alcance el monto fijado en el periodo indicado. En base a ello, lo que puede suceder es que: (i) no se alcance el objetivo fijado en el plazo estipulado y en consecuencia el aportante no deberá desembolsar el dinero, (ii) se alcance la meta y se recauden o superen los montos establecidos en la oferta y el aportante entregue los fondos.

Por ejemplo, la plataforma de crowdfunding de recompensa más grande del mundo es *Kickstarter*¹² con más de 1600 millones de dólares recaudados en 5 años y unas 8000 campañas activas al mes y en segundo lugar se encuentra *Indiegogo*¹³ con una recaudación seis veces menor que la líder.

(iii) **Préstamo (Lending o Debt-Based Crowdfunding)**: esta modalidad permite al promotor financiarse a través de préstamos de dinero financiados con capital privado de

¹² <https://www.kickstarter.com/>

¹³ <https://www.indiegogo.com/>

los inversores. Aquí el inversor se convierte en un prestamista que recuperará su aporte junto con la rentabilidad pactada en el plazo estipulado. Esta modalidad presenta diferentes formatos según la función desempeñada por el intermediario o gestor de la plataforma y las condiciones económicas de los préstamos.

Por un lado, el gestor de la plataforma puede actuar como un auténtico intermediario que recauda fondos de los prestamistas, captando fondos del público y garantizando la devolución de los préstamos en determinadas condiciones. Aquí, las plataformas pueden verse sujetas a importantes consecuencias regulatorias ya que emulan funciones propias de instituciones financieras sujetas a una estricta supervisión¹⁴.

Por otro lado, la plataforma puede estructurarse simplemente ofreciendo un espacio virtual para que los prestamistas y prestatarios actúen de forma concertada y concluyan las transacciones de acuerdo a sus necesidades. De esta forma la actuación de la plataforma se aleja de los tradicionales mercados regulados y en consecuencia minimiza las consideraciones regulatorias y de supervisión por parte de los organismos de control financiero.

De todas formas, la plataforma es el participante del sistema de financiamiento colectivo sobre el que mayor carga regulatoria recae siendo una de sus obligaciones el análisis y la gestión de riesgos en relación a los proyectos de inversión propuestos por los promotores.

Dentro de los ejemplos de plataformas de préstamos más famosas podemos destacar *CrowdCube*¹⁵, plataforma británica de crowdfunding de inversión.

(iv) De participación en el capital (*Equity Based Crowdfunding*): a través de este tipo de crowdfunding el inversor realiza su aporte de capital y a cambio recibe acciones, participaciones o compromisos sobre beneficios de la empresa. Aquí, la rentabilidad de la inversión se encuentra ligada al éxito futuro de la empresa en la que se invierte.

En este sistema de financiamiento colectivo, la plataforma analiza los proyectos que le son presentados y luego publica aquellos que considera convenientes generalmente en términos de rentabilidad. También asesora a los promotores en todo aquello que se relacione con el proyecto y plan de negocios para recaudar fondos siendo estos servicios

¹⁴ Rodríguez de las Heras Ballel, Teresa, “*El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos*” citado por Paolantonio, Martín E. en “*Crowdfunding en la Ley de Emprendedores*”, Ed. La ley, pág. 6.

¹⁵ <https://www.crowdcube.com/>.

por los que percibirá una comisión. De este modo, su rol o desempeño resulta más activo.

El mecanismo de recaudación que utiliza el crowdfunding de capital no es la estrictamente el denominado “todo o nada” como sucede en el de recompensa. Aquí, generalmente cuando se consigue recaudar el 90% del capital en el plazo estipulado (90 días suele ser el promedio establecido) se considera que el proyecto es óptimo o viable. Si el monto de recaudación estipulado en el proyecto no se alcanza este queda sin efecto y el dinero es devuelto a los inversores.

Una de las plataformas de financiamiento colectivo de capital más importantes *CrowdCube*¹⁶ con sede en el Reino Unido que fue creada en el año 2011. Allí los emprendedores publican su plan de negocios y la plataforma proporciona un foro de discusión en donde emprendedores e inversores debaten en forma directa acerca de las particularidades del proyecto. Por otro lado, la mayoría de las acciones emitidas por las empresas son acciones clase B o acciones sin derecho a voto y cada proyecto generalmente tiene hasta 60 días para alcanzar su objetivo de recaudación.

4. Modalidades de negocio en el crowdfunding financiero (*Financial Return Crowd-funding- FR*)

Finalmente, los modelos de financiación colectiva con retornos financieros - crowdfunding de préstamo y de capital- pueden adoptar diversas formas de negocio dependiendo de los sistemas regulatorios:

a) **De cuenta segregada**: este es un modelo de negocio que se adopta en el marco del financiamiento colectivo de préstamos. Aquí la plataforma auspicia de intermediaria poniendo en contacto al prestamista y al prestatario quienes celebran un contrato. En este caso la participación de la plataforma en el negocio es menor ya que su actuación solo se limita a poner en contacto a las partes: el que necesita financiación y los potenciales inversores. La plataforma cobra una comisión al prestatario y generalmente una pequeña comisión de gestión al prestamista o inversor.

La particularidad que presenta este sistema es que los fondos de los clientes se encuentran separados contablemente de los fondos de la plataforma de manera que en caso de que la plataforma deje de funcionar temporalmente o para siempre estas cuentas puedan ser operadas por otro gestor.

¹⁶ <https://www.crowdcube.com/>

La segregación de cuentas permite garantizar que la plataforma de financiamiento no disponga o no interfiera en el manejo de los fondos recaudados y que sus activos no se confundan con el de prestamistas y prestatarios. Esta práctica evita potenciales conflictos y protege a los depositantes.

Por ejemplo, la Ley española nro. 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial¹⁷ que regula el crowdfunding en ese país obliga a las plataformas a segregar sus cuentas y a contar con mecanismos de gestión continuada para el caso de que la plataforma entre en un concurso de acreedores.

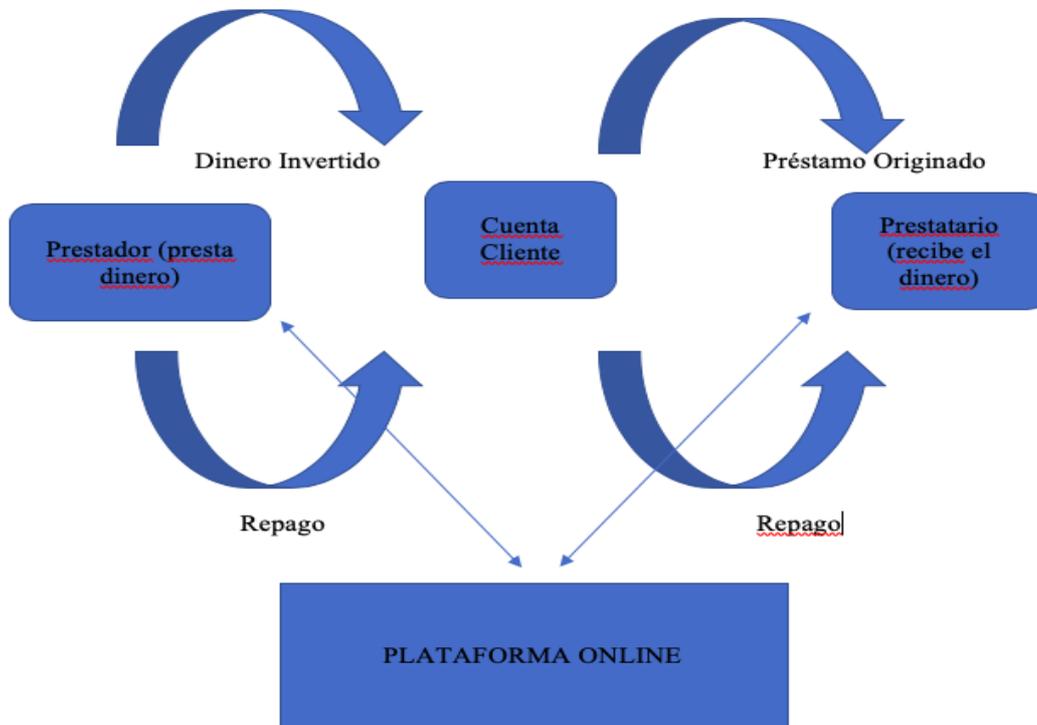
Este sistema es obligatorio en casi todos los países de la Unión Europea, en Estados Unidos y en Gran Bretaña. Así, el dinero que se invierte en los préstamos a través de la plataforma se deposita en una cuenta separada a nombre del inversor en una entidad bancaria.

Una variación dentro de este modelo de negocio consiste en la adopción de un fondo fiduciario a través del cual los prestamistas compran unidades o acciones de un fideicomiso y la plataforma actúa como administradora del fondo. Al constituirse como un fideicomiso los fondos se encuentran legalmente distanciados de la plataforma en sí misma evitando la pérdida para los inversores en caso de falla de la plataforma. Un ejemplo de este modelo es la plataforma *Afluenta*¹⁸ que opera a través de la figura legal de un fideicomiso ordinario donde los inversores son fiduciantes y a la vez beneficiarios del resultado de la actividad de originar créditos con dinero aportado por ellos mismos.

¹⁷ Artículo 15 de la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial .Fondos de titulización y sus compartimentos. 1. Los fondos de titulización son patrimonios separados, carentes de personalidad jurídica, con valor patrimonial neto nulo, integrados: a) En cuanto a su activo, por los derechos de crédito, presentes o futuros, que agrupen de conformidad con lo previsto en el artículo 16 y, b) en cuanto a su pasivo, por los valores de renta fija que emitan y por los créditos concedidos por cualquier tercero. 2. El patrimonio de los fondos de titulización podrá, cuando así esté previsto en la escritura de constitución, dividirse en compartimentos independientes, con cargo a los cuales podrán emitirse valores o asumirse obligaciones de diferentes clases y que podrán liquidarse de forma independiente. La parte del patrimonio del fondo de titulización atribuido a cada compartimento responderá exclusivamente de los costes, gastos y obligaciones expresamente atribuidos a ese compartimento y de los costes, gastos y obligaciones que no hayan sido atribuidos expresamente a un compartimento en la proporción que se fije en la escritura pública de constitución del fondo o en la escritura pública complementaria. Los acreedores de un compartimento sólo podrán hacer efectivos sus créditos contra el patrimonio de dicho compartimento.

¹⁸ <https://www.afluenta.com/>.

Síntesis Grafica



Fuente: Departamento de Investigaciones IOSCO.

b) **Notarial**: este modelo se caracteriza por la emisión de títulos denominados notas por parte de la plataforma y cuenta con la participación de un banco que es quien emite el préstamo que suele ser un préstamo al consumo¹⁹.

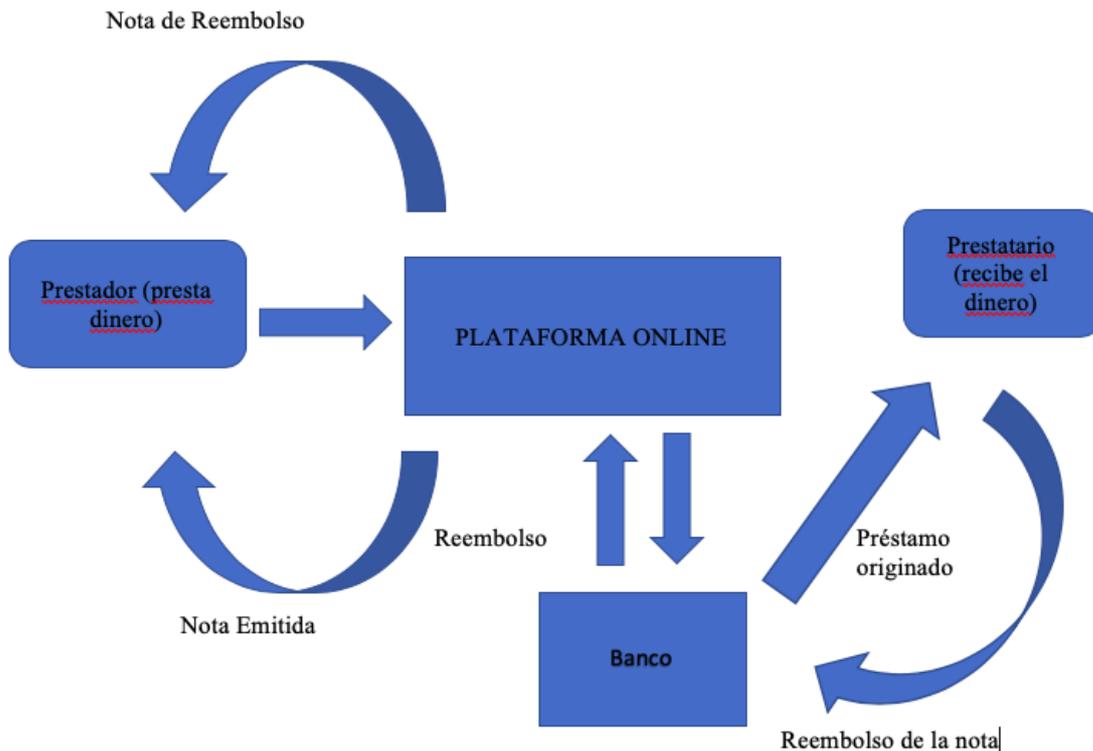
El prestamista deposita el dinero que desea invertir en una cuenta y luego la plataforma emite notas a la par que representan el derecho a recibir la parte proporcional de los pagos (principal e intereses) que le corresponde a cada prestamista de un determinado préstamo condicionada a que la plataforma reciba los pagos del prestatario. De esta forma el riesgo es asumido por los prestamistas. El monto principal de cada préstamo es adelantado por una entidad financiera (banco) a quien la plataforma devuelve inmediatamente el importe principal del préstamo mas una comisión empleando para ello el dinero depositado por los inversionistas.

En Estados Unidos, las notas emitidas por las plataformas son consideradas en muchas jurisdicciones como un instrumento financiero negociable.

¹⁹ Informe del Observatorio de Economía Digital del BBVA, “Crowdfunding en 360°: alternativa de financiación en la era digital”.

Este modelo es popular en los Estados Unidos, particularmente con plataformas como *Prosper*²⁰ y *Lending Club*²¹.

Síntesis grafica



Fuente: Departamento de Investigaciones IOSCO.

c) **Devolución garantizada**: de manera análoga a los casos anteriores, se trata de una modalidad de negocio que se da en el marco del financiamiento colectivo de préstamo. Este sistema permite a los prestamistas invertir en préstamos a una tasa fija que es garantizado por la plataforma.

Una variación de este modelo es el de devolución garantizada que se da manera *offline*. El aspecto fuera de línea se da porque el proceso mediante el cual el prestatario formula su solicitud es a través de técnicas de venta directa y su solvencia es evaluada de

²⁰ *Prosper Marketplace, Inc.* es una compañía con sede en San Francisco, California, en la industria de préstamos entre pares (P2P). *Prosper Funding LLC*, una de sus subsidiarias, opera *Prosper.com*, un sitio web donde las personas pueden invertir en préstamos personales o solicitar un préstamo.

²¹ <https://www.lendingclub.com/>

manera personal. Luego de este proceso el préstamo se lista en la plataforma quien garantiza un retorno de entre el 8 y el 10% en la inversión.

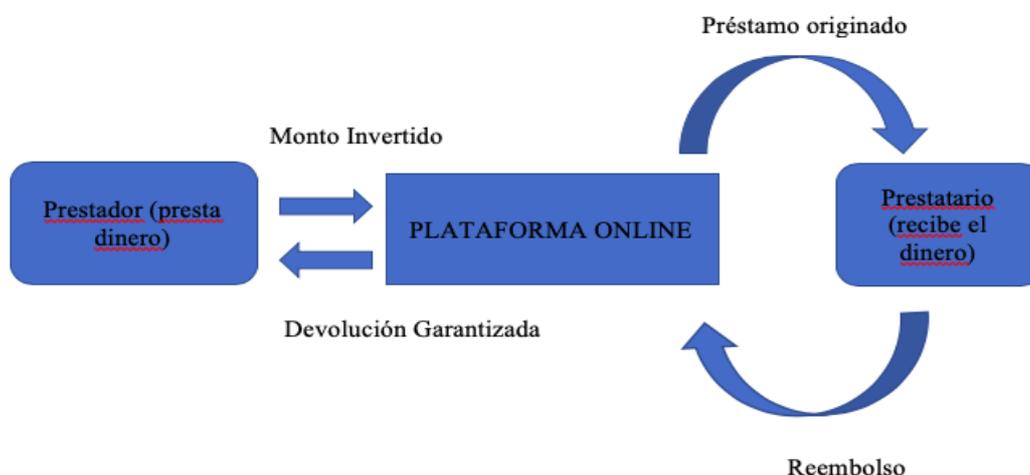
Este modelo es utilizado por *CreditEase*²², la plataforma de financiamiento más grande de China en donde existe gran interés por parte de los inversores en invertir en activos pero una baja demanda de capital por parte de prestatarios. Esto hace que sea necesario atraer activamente a los prestatarios a través de canales adicionales a la plataforma *online*.

Otra variación de este modelo es el de devolución garantizada automatizada, cuyo único ejemplo conocido hasta el 2014 fue el de la plataforma *TrustBuddy International AB*²³. El prestamista transfiere a una “cuenta cliente” la cantidad que desea invertir en general. La plataforma automáticamente presta ese dinero a los prestatarios que ha elegido a través de una métrica creada por la misma plataforma. El dinero luego se presta de forma gratuita durante los primeros 14 días después de los cuales se aplica una tasa de interés del 12% más una tarifa aplicable al préstamo. Esta tasa de interés se incrementa con el tiempo a una tasa establecida por la plataforma. La plataforma "garantiza" un retorno al prestamista del 12%.

²² *CreditEase* es un conglomerado de FinTech líder en China, que se especializa en finanzas inclusivas y gestión de patrimonios, que incluye tecnología de pago, préstamos de mercado, crowdfunding, robo-advisory, tecnología de seguros y productos y servicios de blockchain. CreditEase se involucra activamente con los innovadores globales de FinTech a través de la incubación de negocios, la cooperación comercial y la inversión (<http://english.creditease.cn/about/overview>).

²³ <http://investor.trustbuddy.com/>

Síntesis grafica



Fuente: Departamento de Investigaciones IOSCO.

d) **De capitalización colectiva:** en este modelo, los prestamistas pueden invertir pequeñas sumas de dinero en *start-ups* comprando un porcentaje de participación en su capital. Los prestamistas asumen el riesgo de que la compañía elegida no tenga éxito pero lo que buscan es un retorno a su inversión en forma de dividendos o ganancias de capital. La plataforma se financia mediante el cobro de un porcentaje del monto recaudado por la empresa que demanda fondos. No existe un mercado secundario desarrollado para este tipo de inversiones lo que hace que este sistema de financiación sea ilíquido.

II. Beneficios y riesgos del sistema de financiamiento colectivo

1. Beneficios

Actualmente son numerosos los ejemplos de países que vieron los beneficios que representa esta novedosa herramienta de financiamiento. Uno de sus principales atractivos es que permite la canalización del ahorro en el mercado a bajos costos facilitando de esta forma el financiamiento de las empresas emergentes o jóvenes. Desde el punto de vista del inversor, el financiamiento colectivo ofrece altas tasas de rentabilidad.

A continuación se señalarán los principales beneficios que ofrece el crowdfunding.

a) Contribuye al crecimiento económico a través de nuevos y crecientes flujos de crédito destinados a las pequeñas y medianas empresas y a otros usuarios de la economía real

Permite la inyección de créditos en la economía real a menores costos siendo este uno de los beneficios más citado por los países que buscan alentar el crecimiento y desarrollo de las pequeñas y medianas empresas. Estas empresas representan una particular importancia para las economías nacionales ya que aportan a la producción, a la distribución de bienes y servicios y a la generación de empleo. En consecuencia, cualquier iniciativa que aliente y potencie su crecimiento y expansión contribuye a la creación de empleos y a la recuperación económica.

Luego de la crisis del 2008, desde la perspectiva de la demanda de recursos financieros, las regulaciones bancarias se intensificaron con un refuerzo notable de exigencias de capital y liquidez que arrojó como resultado una gran restricción en el acceso al crédito bancario. Esto llevo a empresas y particulares a buscar nuevas alternativas de financiación en reemplazo de las tradicionales. A este escenario se sumó que el sistema de financiamiento colectivo se encontraba en etapas de desarrollo incipiente motivo por el cual en muchos países no se encontraba regulado siendo esta circunstancia aprovechada por muchas plataformas para potenciar su negocio²⁴.

Mientras algunas jurisdicciones aún no han receptado en sus ordenamientos jurídicos esta alternativa de financiamiento, otros lo han hecho poniendo énfasis en la importancia del acceso al capital para las empresas emergentes como en el caso de Estados Unidos con la entrada en vigencia de la *Jumpstart Our Business Startups Act* (JOBS)²⁵ luego de la crisis del 2008 y en España con la ley de Fomento de Financiación Empresarial nro. 5/2015²⁶.

En muchos casos el acceso de empresas que se encuentran en sus primeras etapas de desarrollo a mecanismos tradicionales de financiamiento como lo son el bancario y el mercado de capitales puede resultarles costoso en relación al volumen de fondos demandados. Además los costos de transacción que implica el acceso a la información para ingresar a estos medios de financiamiento incrementan los costos. Por ello el crowdfunding proporciona nuevas oportunidades de inversión con rentabilidades elevadas en un contexto actual de bajas tasas de interés.

²⁴ Ver cita 1, Capítulo VI, pág. 255.

²⁵ <https://www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml>

²⁶ <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-4607>

b) Creación de nuevos productos destinados al inversor minorista que permite la diversificación de carteras

Pone a disposición de los inversores minoristas instrumentos financieros similares a algunos ya existentes (de renta fija y variable) en el mercado pero a los que pueden acceder con aportes de dinero muy inferiores. De esta forma se incorporan al mercado una nueva variedad de activos financieros que contribuyen a la diversificación de carteras de inversión. De esta forma también se reduce el riesgo sistémico del sistema financiero ya que disminuye la dependencia de los inversores a un solo activo. Además los límites de inversión fijados por las reglamentaciones juegan un papel importante ya que la mayoría de las legislaciones que receptaron el sistema de financiamiento colectivo imponen límites de inversión para limitar la exposición al riesgo. Por otra parte, el riesgo se encuentra disperso en la multitud aportante siendo esta una de las principales características de este sistema.

En cuanto a las plataformas que ofrecen retornos financieros, los inversores también se ven beneficiados por el amplio espectro de proyectos de inversión en los que se puede invertir con una pequeña participación.

c) Llenan un espacio dejado por los bancos

La financiación participativa se está consolidando en el mercado como parte esencial de la cadena de financiación para empresas jóvenes. A menudo resulta el principal instrumento de financiación de las empresas en su fase inicial cuando los fondos de capital de riesgo o incluso los del capital de inversión muestran un interés parcial en ellas²⁷. Al completar la financiación bancaria, diversifica las fuentes de financiación en la economía.

Las restricciones cada vez mayores que recaen sobre los prestamistas tradicionales (entidades bancarias) a través de mayores requisitos de capital han reducido su interés por emitir créditos no garantizados para préstamos personales u otros préstamos a empresas. Una de las razones fundamentales por la que los bancos no otorgan préstamos a participantes pequeños de la economía como los son las empresas nacientes es el riesgo ya que muchas pueden fracasar antes de devolver el dinero. Esta es una circunstancia que la financiación colectiva no soluciona pero su efecto se reduce porque

²⁷ Documento de trabajo de los Servicios de la Comisión Europea, Resumen de la Evaluación de Impacto que acompaña al documento “Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y de Consejo” relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas y “Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros”.

el riesgo se diversifica en la multitud. En este sentido, el financiamiento colectivo se presenta como una alternativa a los préstamos tradicionales y vino a llenar este espacio vacío en el mercado que ha crecido exponencialmente luego de la crisis financiera del 2008.

d) Menor costo de capital y altos retornos

En una era de bajos rendimientos para los inversores y escaso capital para quienes lo necesitan, la financiación colectiva proporciona una alternativa de financiamiento a bajo costo y que ofrece altos rendimientos.

Los bancos requieren de una infraestructura más costosa para operar que incrementa sus costos operativos que luego son trasladados a los demandantes de fondos en las tasas de interés. Al contrario de lo que sucede con la banca tradicional, el crowdfunding no requiere de una estructura muy sofisticada para su funcionamiento ya que el proceso se concreta íntegramente a través de la *web* simplificando de manera considerable la gestión para los inversores. Ello se traduce en menores costos que se reflejan en tasas de rentabilidad más altas para inversores. En tal sentido, el desarrollo de la *Web 2.0*. como espacio de participación facilitó el acceso de los inversores de todo el mundo y redujo de manera significativa los costos de transacción asociados a la financiación de nuevas empresas.

e) Conveniencia. Permite a los inversores administrar sus carteras de manera práctica y accesible

Las plataformas *online* cuentan con el beneficio adicional de la comodidad y la accesibilidad. Muchas plataformas destacan estas ventajas en sus campañas de marketing poniendo énfasis en que el sistema facilita la administración de carteras por parte del inversor. A diferencia de las inversiones tradicionales que sólo se encuentran disponibles en ciertos momentos del día, el sistema *online* permite el acceso a las carteras de inversión en todo momento y en cualquier horario. La mayoría de los sistemas brindados por las plataformas facilitan la gestión y concertación de operaciones de inversión mediante el uso de usuarios y claves de ingreso al sitio *web* de forma directa y prescinde de la intervención de terceras personas.

El aspecto *online* proporciona a la plataforma una mayor flexibilidad que le permite actualizar sus operaciones y adaptar su comercialización y diseño de manera ágil y acorde a la evolución del modelo de negocio. Aunque pocas plataformas han ofrecido sus servicios de forma internacional el aspecto en línea del modelo hace que sea más fácil y conveniente su expansión.

Así, la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE²⁸ relativa a los mercados de instrumentos financieros, hizo hincapié en la importancia y el potencial de la financiación participativa en el mercado europeo pero sostuvo que ésta presenta un grado de desarrollo claramente inferior a la de otras economías ya que aún no son capaces de operar adecuadamente de forma transfronteriza. Estudios recientes y la recopilación de datos en la zona europea han mostrado que debido a la fragmentación e incompatibilidad de los regímenes normativos las plataformas de financiación participativa no pueden desarrollarse ni prestar libremente sus servicios a escala pan europea.

f) Incrementa la competencia en un espacio tradicionalmente dominado por unos pocos proveedores

El aumento de la competencia en el sector beneficia a los prestatarios y prestamistas como así también a la economía en general. Ello reduce costos e incrementa valor social. Además esta competencia incentiva a las entidades tradicionales a innovar, reducir costos y aumentar la eficiencia en un sector en el que históricamente se han desempeñado casi de manera solitaria. Esto no solo beneficia a los prestatarios a través del acceso al crédito de manera oportuna sino que también reduce el costo de los préstamos. Las tradicionales entidades competirán con las técnicas efectivas de evaluación crediticia que actualmente estas plataformas utilizan a menores costos. Además las inversiones a través de plataformas representan mayores retornos a menor costo para empresas u otros prestatarios.

g) Democratiza el acceso al capital

El crowdfunding posee la capacidad de democratizar el acceso al capital posibilitando la obtención de créditos de manera más simple. Desde un punto de vista geográfico, los emprendedores que inician proyectos y que se encuentran ubicados en cualquier lugar del mundo son capaces de acceder a fuentes de capital a través de plataformas *online*. Estudios académicos²⁹ sobre el tema examinaron cómo la geografía afecta la formación de proyectos en materia de crowdfunding. La dificultad que representa el acceso a entidades bancarias sobre todo en ciudades pequeñas y alejadas transforma a este mecanismo en una herramienta que facilita la circulación del capital de manera más ágil.

²⁸ Ver información disponible en <https://www.boe.es/doue/2014/173/L00349-00496.pdf>

²⁹ Keongtae Kim, “Does Crowdfunding Democratize Access to Capital? A Geographical Analysis”, Robert H. Smith School of Business, University of Maryland.

Si bien la expansión transfronteriza de esta industria está dando sus primeros pasos, la accesibilidad operativa en Internet hace posible que su desarrollo a nivel transnacional sea altamente factible en los próximos años.

h) Permite el desarrollo de nuevas herramientas de *scoring*

Algunas plataformas como la británica *Zopa*³⁰ y otras plataformas emisoras de crédito *online* buscan extraer información adicional del prestatario a los fines de complementar su perfil de riesgo. Los tiempos de respuestas del inversor, el análisis semántico de las mismas y las reacciones tras la publicación de un proyecto en la plataforma se convierten en nuevas variables que potencian la información para la construcción de perfiles crediticios. Además el conocimiento del cliente prescinde de la entrevista en una oficina de forma personal y la interacción se produce de manera digital con las comodidades que ello implica.

La reputación digital del solicitante o del proyecto puede ser incorporada como variable para el cálculo del perfil de riesgo del solicitante utilizándose datos como el número de visitas al sitio *web* del proyecto o al perfil en la propia plataforma, la cantidad de “me gusta” recibidos u otras referencias positivas publicadas en perfiles públicos como el número y calidad de contactos en otras redes sociales, etc.

i) Es útil para el sondeo de mercado y la evaluación de potencial demanda

Las empresas que deseen lanzar un nuevo producto al mercado pueden valerse del crowdfunding para explorar la viabilidad de su oferta, explorar su potencial demanda y determinar si su propuesta resulta atractiva para el mercado. De esta forma las plataformas proporcionan un ámbito en el cual los productos o servicios pueden promocionarse y en base a la información recabada el emprendedor puede determinar si su proyecto resulta viable o no. La falta de demanda hace que sea fácil para los promotores declinar el proyecto sin necesidad de invertir capital y esfuerzo adicional.

Además, la presencia o desarrollo de plataformas digitales que supongan la creación de “perfiles” o redes de relación entre pares genera un efecto de atracción que puede suponer una nueva vía de captación de clientes³¹.

³⁰ <https://www.zopa.com/>

³¹ Ver cita 17.

j) Uso como herramienta de marketing

El crowdfunding puede ser utilizado como herramienta de marketing. Las plataformas constituyen un ámbito en donde los promotores promocionan sus ideas y la reacción del público a los proyectos es fácilmente comprobable.

Esto ha sido importante en industrias en donde los proyectos buscan crear ecosistemas de productos complementarios como por ejemplo el caso de la consola de videojuegos *Ouya*³² que llevo a otros desarrolladores a escribir aplicaciones para estos productos incluso antes de su lanzamiento y esto ayudó a construir una ventaja competitiva incluso antes de que los proyectos se lanzaran al público³³. Por lo tanto, el crowdfunding puede ofrecer un conjunto potencial de recursos que van más allá de ser una fuente de financiamiento alternativa y explorar ventajas como el mercadeo.

2. Riesgos

Por otra parte, el crowdfunding enfrenta una serie de riesgos que pueden verse agravados por su informalidad o falta de regulación en algunas jurisdicciones. Sin embargo los beneficios que presenta siguen siendo atractivos para el mercado. Entre los riesgos más importantes y en los que el regulador ha puesto el foco son: el riesgo de incumplimiento, iliquidez y el de asimetría de la información.

Como veremos más adelante, los riesgos de incumplimiento pueden verse morigerados por su distribución en la masa (“*crowd*”) y por la cuantía de la inversión que en el crowdfunding suele ser menor para el inversor. El riesgo de iliquidez es otra de las grandes preocupaciones ya que el inversor puede ver limitada su capacidad de salida de la inversión por ausencia de un mercado secundario. En el caso de la asimetría de información la publicación del proyecto y su evolución en la plataforma contribuye a la transparencia del mercado y brinda mayor información a inversores.

a) Riesgo de incumplimiento

Uno de los riesgos más importantes que presenta el sistema de financiamiento colectivo radica en los índices de incumplimiento ya que los inversores enfrentan altos riesgos de impago. Esto puede suceder tanto por cuestiones asociadas a una gestión incompetente

³² El desarrollo de este dispositivo fue financiado por donadores a través de *Kickstarter*, llegando a recaudar \$8,5 millones de dólares, convirtiéndose en el tercer proyecto con más ingresos en su historia hasta la fecha. Las primeras unidades comenzaron a enviarse a los donadores el 28 de marzo de 2013. Después de algunos retrasos, la consola fue lanzada al público en general el 25 de junio de 2013, sin embargo muchos de los donadores iniciales de la campaña en *Kickstarter* aún no han recibido sus consolas o mandos adicionales.

³³ Ethan Mollick, “*The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*”, The Wharton School of The University of Pennsylvania, United States, *Journal of Business Venturing*, pág. 3.

por parte del gestor de la plataforma como por conductas fraudulentas. Este riesgo puede incrementarse en el caso de que no se adopten sistemas de garantías a los fines de amortiguar esta circunstancia.

Cuando *Prosper*³⁴ (una de las plataformas de préstamos más grande de los Estados Unidos) inicio sus actividades en el 2006 tenía un umbral bajo en cuanto al puntaje de calidad crediticia de los prestatarios que demandaban préstamos en su plataforma. La plataforma aceptaba tomadores de préstamos con un *score* crediticio³⁵ tan bajo (520) que era considerado *subprime*³⁶ en ese país. La plataforma esperaba que los prestamistas pudieran diferenciar las oportunidades de inversión a través de la consideración de las tasas de interés, esto es: tasas de interés más altas implican una inversión más riesgosa. El escenario de altas tasas de rendimiento asociadas a prestatarios menos solventes se vio agravado por el sistema de subasta utilizado por *Prosper* en ese momento que reducía las tasas de interés a medida que más prestamistas se veían involucrados. El resultado fueron altas tasas de incumplimiento en toda la industria que en ocasiones alcanzaron el 30% en esa plataforma. En el año 2009 la *Securities and Exchange Comisión* (SEC) emitió una orden de cese y desistimiento contra la plataforma argumentando que estaba vendiendo títulos valores no registrados. *Prosper* cerró por seis meses para poner sus cuentas en orden y cumplir con la regulación. A su vez, elevó el puntaje mínimo de *score* crediticio a 660 siendo este un *credit score* considerado como satisfactorio en los Estados Unidos.

Este episodio originó una revisión reglamentaria completa de la industria en cuanto a prácticas de negocios aplicadas por la totalidad de las plataformas de préstamos operativas en ese país. A consecuencia de ello se impusieron reglas que incrementaron el puntaje mínimo de *score* crediticio, una evaluación de la capacidad de repago del prestatario y la utilización de información para su categorización en clases y fijación de tasas de interés de acuerdo a la misma. La adopción de estas y otras políticas crearon un criterio de inversión más estricto que tuvo como resultado que 1 de cada 10 préstamos

³⁴ <https://www.prosper.com/>

³⁵ El *score* crediticio es un puntaje mostrado en el reporte de crédito de las sociedades de información crediticia (SIC), o popularmente conocidas como buró de crédito, y que va de un rango de 400 hasta 850 puntos. Para su estructuración influyen varios elementos, entre ellos la puntualidad de sus pagos, estabilidad laboral y antigüedad como usuario de créditos (<https://www.eleconomista.com.mx/finanzaspersonales/Su-score-crediticio-determina-que-tarjeta-puede-solicitar-20160412-0082.html>).

³⁶ https://www.nytimes.com/2011/02/05/your-money/05money.html?pagewanted=all&_r=0.

fuera aceptado por la plataforma de préstamos *Lending Club*³⁷, 1 de cada 5 en por *RateSetter*³⁸ y tasas de aceptación igualmente bajas en otras plataformas.

El resultado fue la disminución de tasas de incumplimiento³⁹ que se encuentran en el rango de 0.2 a 7% dependiendo de la plataforma.

Tasas de incumplimiento de acuerdo a plataformas de préstamo

Plataforma	Tasa de Incumplimiento	País
Prosper	7 %	USA
Lending Club	4.3%	USA
Auxmoney	2.6%	Germany
CreditEasy	2.0%	China
Funding Circle	1.5%	UK
Afluenta	1.3% ⁴⁰	Argentina
RateSetter	0.3%	UK
Zopa	0.2%	UK

El crowdfunding de capital puede presentar mayores riesgos y por esa razón los reguladores han impuesto mayores cargas regulatorias sobre este sistema de financiación colectiva. Las nuevas empresas en etapas de desarrollo enfrentan probabilidades de fracaso del negocio y este riesgo se incrementa aún más por la inexistencia de garantías en este sistema. Ello podría solucionarse con la creación de fondos de mutualización o de compensación que operen como seguros en caso de incumplimiento. Algunas plataformas han implementado estos sistemas. El fondo es creado por prestatarios que contribuyen con un porcentaje de su préstamo y permiten el reembolso de dinero a prestamistas en casos de incumplimientos.

Otra alternativa para mitigar este riesgo es a través de la diversificación de la cartera de prestamistas. En algunos casos la diversificación de carteras es un requisito obligatorio

³⁷ <https://www.lendingclub.com/>

³⁸ <https://www.ratesetter.com/>

³⁹ Información compilada por el departamento de IOSCO en el año 2014.

⁴⁰ Con respecto a Afluenta, información estadística actualizada indica que presenta a agosto de 2018 un porcentaje de cartera con mora de más de 90 días del 12% para la cartera general (ver información disponible en <http://proratings.com.ar/wp-content/uploads/2018/11/FinAlt-FCIC-Informe-Integral-8.11.2018.pdf>)

para la inversión en algunas plataformas como por ejemplo el caso de *Afluenta* en nuestro país.

b) Riesgos de la plataforma

Este riesgo tiene que ver con la posibilidad de cierre temporal o permanente de la plataforma. Si la plataforma deja de operar se pueden ver comprometidos los capitales invertidos por los inversores. Un ejemplo es el caso de la plataforma inglesa *Quackle* que en el año 2011 cerró de manera intempestiva sin dar información a prestamistas ni inversores. Como consecuencia, los contratos no fueron cobrados y se generó una pérdida del 100% de los fondos.

Para contrarrestar este riesgo muchos operadores mantienen las cuentas de sus clientes separadas (segregadas) de la plataforma para que en caso de cierre estén cuentas puedan seguir siendo operadas por otro gestor. En algunos casos también se prevén planes de recuperación y resolución y la contratación de seguros resulta una alternativa viable para mitigar estos eventos.

c) Riesgo de fraude

Las plataformas de crowdfunding se encuentran expuestas a los mismos riesgos que cualquier otro proveedor de crédito entre los que se encuentran el robo de identidad, el lavado de dinero, el financiamiento del terrorismo, la violación de protección de datos, etc. Si bien el uso de esta herramienta tecnológica facilita la concreción de operaciones a través de la plataforma lo cierto es que ello aumenta la probabilidad de fraude por el anonimato que Internet ofrece.

En algunas jurisdicciones la industria del financiamiento colectivo ha tomado iniciativas en orden a mitigar los riesgos asociados al fraude. Algunas plataformas verifican manualmente a cada uno de los prestatarios antes de permitirles publicar en sus sitios y otros utilizan información de terceros para chequear la identidad de los prestatarios antes de originar el préstamo. Sin embargo pocas plataformas realizan estos controles de antecedentes sobre los prestamistas tomándose solo algunos recaudos con respecto al control en materia de lavado de dinero.

El riesgo de fraude puede incrementarse en el caso del crowdfunding de capital debido a la información limitada sobre el proyecto y particularmente por la viabilidad y evolución del negocio a futuro. El empresario podría exagerar los rendimientos proyectados de su proyecto y otros promotores pueden verse motivados a actuar de la misma manera para atraer inversores. Asimismo, dado que el crowdfunding se desarrolla a través de Internet resulta más probable que los inversores se encuentren en

una jurisdicción diferente del empresario y esto hace que sea más difícil obtener reparación por parte de los estafadores.

d) Asimetría y calidad de la información

El riesgo de asimetría de la información es un riesgo característico del mercado de capitales y en este sentido el crowdfunding no resulta ajeno a esta circunstancia. Este riesgo se da en casos en los que una parte cuenta con mayor información que la otra y resulta costoso identificar la calidad del bien.

En el crowdfunding de préstamo el prestamista carece de información sobre el prestatario. La única información disponible para el prestamista es la tasa de interés asignada por la plataforma de préstamos al prestatario. Esta circunstancia requiere que el prestamista realice un análisis de la inversión con la mayor diligencia debida para distinguir entre oportunidades de inversión buenas y malas. En tal sentido, el riesgo que plantea la existencia de asimetrías de la información puede mitigarse mediante: (i) el uso de procedimientos estandarizados; (ii) mayor transparencia y utilización de información sólida acerca del prestatario; (iii) contabilidad estandarizada y (iv) divulgación acerca del uso de fondos prestados.

En lo que al crowdfunding de capital refiere, la divulgación de información y la transparencia en torno a las finanzas del emisor puede contribuir a que el inversor adopte decisiones informadas y se interiorice acerca de las cualidades del negocio antes de invertir. Aquí la inversión implica para el inversor la participación en el devenir de los negocios de la empresa. Así resultó que uno de los factores que influye en el éxito de las campañas de financiamiento de este tipo está asociado a la calidad de los proyectos promocionados por la plataforma y a las actualizaciones acerca de la su evolución⁴¹. Esta temática contribuye a que los inversores se mantengan informados en relación al desarrollo de los proyectos en los que invierten y se reduzcan los riesgos de asimetrías de información.

Haciendo un paréntesis. La información asimétrica en el mercado del crowdfunding puede conducir al denominado “Problema de los Limones”⁴² (“*The Lemons Problem*”). Comprender este fenómeno es fundamental para determinar que se necesita una adecuada reglamentación para permitir que las pequeñas empresas puedan acudir a este mecanismo de financiamiento y recaudar dinero de la multitud de inversores.

⁴¹ Ver cita 32.

⁴² Gmeleen Faye Tomboc, “*The Lemons Problem In Crowdfunding*, 30 *J. Marshall J. Info.Tech. & Privacy L.* 253 (2013)”, Volume 30, Article 2.

El problema de los limones en el crowdfunding

El problema de los limones, articulado por el ganador del Premio Nobel George Akerlof⁴³ es el clásico un problema que se da en los mercados con información asimétrica. Mercados en los que los vendedores conocen la calidad de los productos que ofrecen pero los compradores no. Los compradores son conscientes de que algunos productos ofrecidos en el mercado son de buena calidad mientras que el resto son de mala calidad (estos serían los “limones”). Sin embargo, si los compradores no pueden observar la calidad no pueden distinguir entre productos de buena calidad y productos de mala calidad. Por lo tanto los compradores no están dispuestos a pagar un alto precio por un bien por el simple hecho de no saber si ese producto es de buena calidad. En otras palabras, los compradores solo están dispuestos a pagar un precio “que refleja la calidad promedio de todas las unidades en el mercado”. Este precio resulta beneficioso para los vendedores de productos de baja calidad pero es inaceptable para los vendedores de productos de alta calidad quienes siendo incapaces de asegurar el precio correcto para su producto no participarán del mercado. A medida que más vendedores de alta calidad abandonan el mercado el precio promedio esperado baja y solo quedan en el mercado los productos de baja calidad (los “limones”).

En resumen, cuando existe información asimétrica los bienes de baja calidad pueden expulsar del mercado a los bienes de buena calidad encontrándonos con un problema de selección adversa.

Este problema ha sido analizado en relación al *crowdsourcing*⁴⁴, específicamente, a la plataforma *Mechanical Turk*⁴⁵ (“AMT”) de *Amazon*. Se trata de una plataforma en la que las empresas llamadas “solicitantes” se registran para acceder a un inmenso grupo de trabajadores denominados “proveedores” y en donde los primeros publican tareas que involucran habilidades básicas como computación y lenguaje, etiquetar fotos de acuerdo a su contenido, reescribir secciones en prosa, transcribir audios, etc. Allí los solicitantes no pueden distinguir entre proveedores de alta o baja calidad de manera previa a la realización de una tarea por lo que los solicitantes pagan a todos un salario bajo como si fueran trabajadores de mala calidad. El resultado es que los “proveedores

⁴³ *The Market for Lemons*, 1970.

⁴⁴ Panos Ipeirotis, profesor asociado a la Universidad de New York.

⁴⁵ <https://www.mturk.com/>.

buenos” están condenados a recibir el mismo nivel de compensación que los “proveedores malos” y esto de alguna forma está expulsando a los buenos que se están “ahogando en el anonimato de la multitud”.

Retomando. Esta circunstancia puede transpolarse al crowdfunding en donde hay empresarios/emprendimientos de alta calidad y empresarios/emprendimientos de baja calidad y la distinción entre ambos dependerá de la calidad de la información que vuelquen en la plataforma.

e) Inexperiencia del inversor

Este riesgo se da sobre todo en el ámbito de los inversores minoristas. El inversor minorista es el pequeño inversor. Se lo define por exclusión como el que no puede ser considerado inversor profesional por la menor magnitud de los importes que invierte o por su menor experiencia y conocimientos de los mercados de valores. En consecuencia, la normativa le otorga niveles de protección superiores a los previstos para inversores profesionales⁴⁶. Este tipo de inversores, a diferencia de lo que sucede con los inversores acreditados⁴⁷, requiere de una protección mayor por parte de la regulación porque no cuentan con un nivel de conocimiento o con la misma capacidad de enfrentarse a situaciones de incumplimiento que aquellos más experimentados. Sin embargo vimos que la su exposición al riesgo se ve morigerada por la cuantía de dinero invertido que suele ser menor.

f) Riesgo de iliquidez

Este riesgo es uno de los más importantes a los que la regulación se enfrenta porque el sistema de financiamiento colectivo -en algunos casos⁴⁸- no cuenta con un mercado secundario que permita a los inversores desprenderse de los títulos adquiridos fácilmente. Esto lo obliga en cierta forma a involucrarse en el negocio de la empresa receptora de fondos hasta su futura venta o la oferta pública de la compañía (IPO) sobre

⁴⁶ Ver definición disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Glosario.aspx?id=0&letra=I&idlng=1>

⁴⁷ Según define la Directiva europea sobre mercados de instrumentos financieros, es aquel que tiene la experiencia y los conocimientos necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar los riesgos que asume. Se consideran profesionales las entidades que deben ser autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros (entidades de crédito, empresas de inversión, compañías de seguros, organismos de inversión colectiva, fondos de pensiones e inversores institucionales en general), grandes empresas que cumplan determinados requisitos de fondos propios y volumen de negocio, gobiernos y organismos públicos. En principio, y salvo solicitud en contra, se presupone que un inversor profesional precisa un nivel de protección inferior al que la normativa establece para inversores particulares.

⁴⁸ Muchas reglamentaciones ya prevén la creación de mercados secundarios como la nuestra, y en otros países, existen mercados secundarios en el crowdfunding pero que aún no alcanzaron niveles de desarrollo importantes.

todo en el caso del crowdfunding de capital. Los inversores pueden verse atraídos a invertir en una empresa por los altos retornos que ofrece y que luego el negocio termine fracasando. La falta de liquidez es un riesgo al que tanto inversores como reguladores deberán prestar atención ya que una vez que el inversor invierte en un préstamo o en acciones de una compañía existen pocas probabilidades de que pueda salirse del negocio sin enfrentar potenciales pérdidas económicas. Sin embargo este riesgo puede ser mitigado mediante la creación de mercados secundarios en los que inversores puedan colocar sus títulos. Un ejemplo de ello es la ley Argentina que así lo prevé en el art. 52 de la Resol. 717-E/2017 de la CNV.

g) Ciberataque

Dado que este fenómeno de financiación se desarrolla íntegramente a través de Internet, se encuentra sujeto al riesgo de ciberataque de la plataforma. Este riesgo incluye la sobrecarga de la infraestructura de la plataforma hasta la creación de perfiles y cuentas falsas, robo de identidad, etc. Por tal motivo las plataformas deberán asegurar que cuentan con experiencia técnica necesaria para prevenir potenciales ataques a la seguridad informática.

h) Riesgo sistémico

De acuerdo al estudio llevado adelante por los miembros del Departamento de Investigaciones de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)⁴⁹ los mercados generados por los sistemas de financiamiento colectivo de préstamos y de capital aún no poseen la virtualidad de generar un riesgo sistémico inmediato. En la actualidad la regulación se centra fundamentalmente en la protección del inversor ya que, de momento, el tamaño del crowdfunding no es lo suficientemente grande como para generar este riesgo.

No obstante existen modelos de negocios en el marco de las plataformas de crowdfunding en las que la figura del banco se encuentra presente en el proceso de intermediación como por ejemplo en el caso de las plataformas de *crowdlending*. En ese caso el banco concede préstamos para el consumo que luego son vendidos a la plataforma. De esta manera el banco recupera la inversión con un adicional por comisión y no enfrenta riesgo alguno. Además las distintas regulaciones en muchos casos requieren que las plataformas de financiamiento operen en forma conjunta con entidades bancarias como en el caso de la ley Española. Esto significa que, dependiendo

⁴⁹ Ver cita 4.

del desarrollo que la industria alcance, pueden presentarse situaciones de riesgo sistémico a futuro. Todo dependerá de la evolución del sistema.

i) Riesgo de divulgación de la información

Aunque el crowdfunding presenta grandes ventajas para los emprendedores en materia de financiamiento el requisito de divulgación constituye un fuerte desincentivo que puede limitar su ingreso al sistema. El crowdfunding requiere que los creadores divulguen sus proyectos en forma pública a través de las plataformas y esto preocupa a los promotores ya que su producto o servicio puede ser objeto de imitación particularmente durante periodos de recaudación de capital y lanzamiento del producto. Esto resulta más preocupante en el caso de proyectos de innovación y tecnología donde este requisito puede tener repercusiones negativas en materia de protección de la propiedad intelectual (patentabilidad) y en la negociación con posibles proveedores⁵⁰. Un ejemplo es el caso de *Quest* quien antes de ingresar a *Kickstarter* para financiar su proyecto *Hanfree* no tenía contratos celebrados con proveedores. Una vez que el proyecto fue financiado comenzó a contratar con fabricantes de accesorios en China, Singapur y Los Ángeles. Pero como estos proveedores pudieron ver con precisión el dinero que *Quest* recaudó en *Kickstarter* su poder de negociación se vio claramente disminuido y se volvió demasiado costoso crear el producto con los fondos recaudados. Este riesgo se acentúa en el entorno del crowdfunding de capital ya que los creadores deben divulgar sus planes de empresa (como por ejemplo, estrategia, empleados, claves, clientes, costos) además de su nuevo producto o servicio.

III. Regulación del crowdfunding en Argentina

1. Estado actual de la regulación del crowdfunding en Argentina

El 12 de abril de 2017 entró en vigencia la ley 27.349 de Apoyo al Capital Emprendedor en nuestro país que tuvo como objeto apoyar la actividad emprendedora y su expansión a nivel internacional y la generación de capital emprendedor.

La implementación del “Sistema de Financiamiento Colectivo” como régimen especial de promoción para el fomento de la industria de capital emprendedor se encuentra regulado entre los art. 22⁵¹ al 32. Allí se establece que este sistema de financiamiento colectivo tendrá por objeto “*fomentar la industria de capital emprendedor a través del*

⁵⁰ Ajay K. Agrawal, Christian Catalini y Avi Goldfarb, “*Some Simple Economics of Crowdfunding*”, NBER Working Paper Series, pág. 16.

⁵¹ <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/270000-274999/273567/norma.htm>

mercado de capitales” estableciéndose como autoridad de control, reglamentación, fiscalización a la Comisión Nacional de Valores (CNV).

De esta manera nuestro ordenamiento recepta por primera vez el crowdfunding como método de financiación para las pequeñas y medianas empresas en el mercado de capitales acotado a ciertas variantes de *equity* crowdfunding y desechando otras alternativas vinculadas con el endeudamiento.

2. Aspectos particulares del régimen especial de promoción para fomento de la industria de capital emprendedor

El sistema de financiamiento colectivo (SFC) regulado a través de la ley 27.349 define a los participantes del sistema de la siguiente manera:

- A la “Plataforma de Financiamiento colectivo” (PFC) como aquellas sociedades anónimas autorizadas, reguladas, fiscalizadas y controladas por la CNV que se inscriban en el registro que al efecto se constituya. Su objeto principal será el de poner en contacto, de manera profesional y exclusivamente mediante portales *web* u otros medios análogos, a una pluralidad de personas humanas y/o jurídicas que actúan como inversores con personas humanas y/o jurídicas que solicitan financiación en calidad de emprendedores de financiamiento colectivo. Asimismo, se establece que la PFC deberá designar a una persona responsable para el cumplimiento de los requerimientos exigidos por la CNV, quien actuará en representación de la plataforma;
- El emprendedor de financiamiento colectivo es la persona humana y/o jurídica que presenta un proyecto de financiamiento colectivo con la finalidad de obtener fondos del público inversor para su desarrollo;
- El proyecto de financiamiento colectivo es el proyecto de desarrollo individualizado presentado por un emprendedor de financiamiento colectivo a través de una plataforma de financiamiento colectivo y que solicita fondos del público inversor a los fines de crear y/o desarrollar un bien y/o servicio.

El art. 24 de la ley regula las formas a través de las cuales los inversores podrán participar en los proyectos de financiamiento colectivo que se promocionen en la PFC siendo estas:

- i) la titularidad de acciones de una sociedad anónima o sociedad por acciones simplificada, teniendo en especial consideración en ambos casos aquellas sociedades que dentro de su objeto prevean adicionalmente generar un impacto social o ambiental en beneficio e interés colectivo;

ii) la adquisición de préstamos convertibles en acciones de una sociedad anónima o de una sociedad por acciones simplificada;

iii) la participación en un fideicomiso.

Como se ve, nuestra legislación receptó el crowdfunding de capital (*equity*) y se excluyen del sistema proyectos destinados a: a) la recaudación de fondos con fines benéficos; b) las donaciones; c) la venta directa de bienes y/o servicios a través de la plataforma de financiamiento colectivo y d) los préstamos que no se encuadren dentro del supuesto del artículo 24, apartado ii) del reglamento.

La ley detalla las actividades que podrán desarrollar las PFC luego de su inscripción en el registro creado por la CNV:

- Selección y publicación de los proyectos de financiamiento colectivo;
- Establecimiento y explotación de canales de comunicación para facilitar la contratación del sistema de financiamiento colectivo y publicidad de los proyectos de financiamiento colectivo;
- Desarrollo de canales de comunicación y consulta directa de los inversores;
- Presentación de la información de cada proyecto de financiamiento colectivo conforme las disposiciones de la reglamentación que dicte la CNV;
- Confección y puesta a disposición de contratos proforma para la participación de los inversores en los proyectos de financiamiento colectivo.

A su vez, queda expresamente prohibido al responsable de la PFC⁵² y a las PFC ejercer las siguientes actividades:

- Brindar asesoramiento financiero a los inversores en relación a los proyectos de financiamiento colectivo promocionados por las plataformas de financiamiento colectivo, sin perjuicio de brindar la información objetiva a que hace mención el artículo 30, inciso d);
- Recibir fondos por cuenta de los emprendedores de financiamiento colectivo a los fines de invertirlos en proyectos de financiamiento colectivo desarrollados por esos mismos emprendedores;
- Gestionar las inversiones en los proyectos de financiamiento colectivo;
- Adjudicar fondos de un proyecto de financiamiento colectivo a otro proyecto de financiamiento colectivo sin recurrir al mecanismo que la CNV oportunamente

⁵² Actuando por sí o mediante personas jurídicas o humanas, controlantes, controladas o vinculadas.

establezca para la transferencia de dichos fondos y sin la autorización expresa de los inversores que hubieren aportado esos fondos;

- Asegurar a los emprendedores de financiamiento colectivo la captación de la totalidad o una parte de los fondos;
- Asegurar a los inversores el retorno de su inversión en un proyecto de financiamiento colectivo en el que participen;
- Presentar, con la finalidad de obtener fondos del público inversor, proyectos de financiamiento colectivo desarrollados por un responsable de plataforma de financiamiento colectivo, socio y/o dependiente de esa plataforma de financiamiento colectivo.

Desde el punto de vista de la cobertura de riesgos para el inversor la regulación prevé el desarrollo de un mercado secundario a través del cual los inversores una vez colocadas las acciones o las participaciones de un proyecto de financiamiento colectivo seleccionado podrán vender dichos instrumentos financieros en el caso que deseen desprenderse de los mismos. Este aspecto resulta beneficioso para los inversores ya que la existencia de un mercado secundario que permita la negociación de los títulos *a posteriori* reduce el riesgo de iliquidez.

Finalmente, se receptan determinados principios generales aplicables al sistema de financiamiento colectivo que tienen como foco la protección del inversor. Se establece que quienes se dediquen a la captación de fondos del público mediante cualquiera de las formas previstas en el SFC deberán actuar de acuerdo a principios de transparencia, diligencia y objetividad y quedan sujetos a las obligaciones que impone la legislación específica en materia de defensa de derechos del consumidor y de prevención de los delitos de lavado de activos y financiamiento del terrorismo.

3. Resolución General CNV 717/2017 Crowdfunding -Plataforma de Financiamiento Colectivo

La ley de apoyo al capital emprendedor delegó expresamente en la CNV la reglamentación del sistema de financiamiento colectivo. En esa línea, a continuación se esbozarán los puntos más importantes que establece la reglamentación en relación a cada uno de los participantes del sistema.

✓ Sobre las plataformas

De los considerandos de la resolución general emitida por la CNV emerge que el novedoso “Sistema de Financiamiento Colectivo” conocido como “Crowdfunding” se

presenta a través de una PFC que será el medio por el cual se pondrá en contacto a una pluralidad de personas humanas y/o jurídicas que actúen como inversores con otras que soliciten financiamiento en calidad de emprendedores de un proyecto de financiamiento colectivo individualizado, para la creación y/o desarrollo de un bien y/o servicio.

Entre los requisitos generales que la resolución establece a los fines de otorgar la autorización para operar como PFC se destacan:

1. Ser una sociedad anónima constituida en el país;
2. Designar a una persona como Responsable de la PFC ante la CNV;
3. Presentar estados contables con dictamen de auditor externo;
4. Presentar contratos proforma a ser celebrados entre la PFC y los inversores;
5. Indicar qué canal utilizará para la recepción y transferencia de los fondos entre inversores y emprendedores de financiamiento colectivo;
6. Acreditar un patrimonio neto de \$250.000⁵³.

En cuanto a requisitos de organización interna, la plataforma ésta deberá contar con una estructura organizativa, administrativa, operativa y de control adecuada al tipo, complejidad y volumen de negocio que desarrollará. A modo de ejemplo, entre ellos deberá contar con: (i) manuales de procedimiento operativos, de funciones, de gestión de riesgos y de procedimientos contables que le permitan llevar a cabo su actividad de manera satisfactoria; (ii) contar con mecanismos de control interno contemplando el desarrollo de funciones comerciales y analíticas de forma separada; (iii) descripción y manuales, lineamientos, procedimientos y sistemas de supervisión y control para la prevención y detección de conductas contrarias a la transparencia; y (iv) un detalle de los sistemas informáticos críticos y la presentación de informes de auditoría de sistemas que den cuenta de los niveles de seguridad de los sistemas críticos.

⁵³ El 6/12/2019 la CNV en su carácter de organismo de control inició la aplicación del procedimiento de “Elaboración Participativa de Normas” aprobado por el Decreto N° 1172/2003, invitando a la ciudadanía a expresar sus opiniones y/o propuestas respecto de la modificación de la reglamentación sobre “PROYECTO DE RESOLUCIÓN GENERAL S/ MODIFICACIÓN PLATAFORMAS DE FINANCIAMIENTO COLECTIVO”. entre las modificaciones que se propician, se encuentran: (i) el incremento y/o actualización del monto del patrimonio neto mínimo de las PFC, el monto máximo de emisión y los límites de inversión en el sistema de financiamiento colectivo, utilizando, a tal efecto, las Unidades de Valor Adquisitivo (UVA) actualizables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia “CER” - Ley N° 25.827-, instauradas por el Banco Central de la República Argentina mediante las Comunicaciones “A” 5945 y “A” 6069, sus modificatorias y complementarias; (ii) la eliminación de la posibilidad de retractarse luego de asumido el compromiso de inversión; (iii) la posibilidad de la PFC de participar de los proyectos publicados en su propio sitio y en otras plataformas con el fin de dinamizar inversiones; (iv) la obligación de las PFC de publicar sus participaciones en los distintos proyectos; y (v) la prohibición a la PFC y/o su responsable, de ser fiduciario de proyectos de financiamiento colectivo que empleen un fideicomiso como vehículo para la inversión, sean estos publicados en su PFC o en cualquier otra PFC.

La normativa establece que las PFC no podrán realizar ninguna otra actividad sujeta a la reglamentación de la CNV ni actuar bajo ninguna otra categoría de agente dentro del mercado de capitales pero sí podrá desarrollar tareas afines y complementarias no sujetas al control del organismo siempre y cuando no se generen situaciones de conflicto de interés.

En relación a este punto resulta interesante destacar que de acuerdo a estudios exploratorios sobre la dinámica de funcionamiento del sistema de financiamiento colectivo demostraron que los fundadores han utilizado el crowdfunding con otras finalidades o usos alternativos a la recaudación de fondos. Uno de ellos puede ser para demostrar la demanda de un producto o servicio que se está por lanzar al mercado para luego poder acceder al financiamiento bancario. El sondeo de demanda -si la misma resulta considerable- puede ser un buen indicador del éxito del proyecto que le permite a la empresa recurrir a entidades bancarias y solicitar fondos para su desarrollo. Un caso testigo puede ser el reloj inteligente *Pebble*⁵⁴. La empresa recaudó 10.3 millones de dólares a través de una campaña en *Kickstarter* -que comenzó el 11 de abril de 2012 y finalizó el 18 de mayo de 2012- cuando inicialmente fondos de capital de riesgo (*Venture Capital*) habían rechazado financiar el proyecto.

Por lo tanto, el sistema de financiamiento colectivo ofrece un conjunto de potenciales usos alternativos que van más allá del financiamiento colectivo y que pueden representar otras fuentes de ingreso importantes tanto para promotores como para las plataformas.

Volviendo a la reglamentación del SFC, y en cuanto a la actuación de la plataforma refiere, ésta deberá:

- a) Exponer de manera clara y concisa los riesgos existentes para los emprendedores sin que ello importe una calificación de riesgo;
- b) Elaborar una “Guía de Selección de Proyectos de Financiamiento Colectivo” con detalle de los criterios y/o metodologías aplicará para el análisis, selección y publicación de los proyectos;
- c) Prever los mecanismos que utilizará para describir el grado de financiamiento, progreso y/o fracaso de los proyectos presentados;
- d) Disponer los canales de comunicación que utilizará para facilitar la contratación del SFC; la publicidad de los proyectos, el modo de transmisión de información,

⁵⁴ Ver [https://es.wikipedia.org/wiki/Pebble_\(reloj\)](https://es.wikipedia.org/wiki/Pebble_(reloj)).

periódica o eventual, sobre acontecimientos societarios que sean informados por los emprendedores al público inversor y sobre la evolución de los proyectos;

e) Desarrollar canales de comunicación y consulta directa entre inversores y emprendedores. La PFC no podrá participar de manera directa en la interacción entre emprendedores e inversores, excepto en carácter de moderador para remover abusos o fraudes potenciales;

f) Mantener accesible en su página *web* la información de cada proyecto durante su vigencia;

g) La confección de los contratos proforma;

h) Aplicar criterios objetivos, medibles y consistentes para listar proyectos en la PFC. Los criterios pueden ser: tipo de valor, localización, industria, monto solicitado o disponible para invertir, avance del fondeo inversión mínima y máxima;

i) Proveer funciones de búsqueda o categorización de la información exclusivamente en base a los criterios anteriormente descritos;

j) Establecer un procedimiento para inhibir el acceso a la PFC o, en su caso, cancelar un proyecto de financiamiento si la PFC tiene bases razonables para creer que es potencialmente fraudulento;

k) Establecer procedimientos tendientes a acreditar que se han tomado los recaudos razonables que diligentemente acrediten la identidad, capacidad económica y cumplimiento de la normativa vigente de los inversores;

l) Garantizar la inalterabilidad de las ofertas ingresadas al sistema;

m) Publicar el listado de sus comisiones así como también el detalle de los gastos y/o comisiones para inversores y emprendedores.

En lo que a información al inversor refiere, deberá: i) informar el procedimiento de la oferta y riesgos asociados a la inversión; ii) tipos de instrumentos en los que consistiría la inversión y sus riesgos asociados; iii) restricciones de reventa; iv) los límites de inversión; v) los derechos y límites a la cancelación del compromiso de inversión y las circunstancias que pueden provocar la suspensión de la oferta por parte del emprendedor; vi) una descripción del proceso para completar la transacción o para cancelarla; vii) informar que en caso de que no confirme su voluntad de inversión después de un cambio material en el proyecto durante el período de suscripción, su oferta inicial será cancelada y los fondos serán devueltos según los términos originalmente suscriptos entre las partes; viii) informar la identidad de las empresas de servicios de pago que operen con la PFC; y ix) la información sobre datos históricos de

desempeño de la PFC con estadísticas sobre el número y porcentaje de incumplimientos, tasa de morosidad indicando el método aplicado para la definición de cada variable y su fórmula de cálculo.

Desde otro costado, el inversor deberá presentar un documento por medio del cual tome conocimiento y deje constancia de que: i) existen restricciones a su capacidad para cancelar la inversión comprometida y obtener la devolución de la misma; ii) puede resultar dificultoso revender los instrumentos adquiridos; iii) invertir en estos instrumentos y venderlos implica riesgos y no debería invertir fondos a menos que pueda afrontar una pérdida total de los mismos.

Finalmente, la PFC deberá mantener actualizado al emprendedor con respecto al progreso del monto de financiamiento solicitado para su proyecto. La PFC avisará a los inversores el resultado de la suscripción del proyecto. A partir de ese momento los fondos serán transferidos al emprendedor y el inversor recibirá los instrumentos. Asimismo, informará a los inversores donde transferir los fondos con respecto a la inversión en cada proyecto e indicará fehacientemente al canal de recepción de fondos la liberación, a favor del emprendedor, de los fondos recaudados en una suscripción exitosa, o devolver los fondos a los Inversores en caso de fracaso de la suscripción.

De manera análoga o lo establecido en la ley, la reglamentación establece determinadas actividades que las PFC no podrán realizar y adiciona las siguientes:

- a) Destacar proyectos promocionados en la PFC en detrimento de otros, excepto la opción de listado por ordenamiento de fecha, monto u otros parámetros objetivos;
- b) Financiar por cuenta propia o gestionar financiamiento por cuenta de terceros los fondos requeridos para los proyectos publicados por la PFC, antes o después del período de suscripción. Esta prohibición recae sobre la PFC así como sobre sus accionistas y grupo de control;
- c) Participar en proyectos o ser fiduciario de proyectos de financiamiento colectivo que empleen un fideicomiso como vehículo para la inversión, sean estos publicados en su PFC o en cualquier otra PFC;
- d) Efectuar ofrecimientos de fondos propios, de sus dependientes, del responsable de plataforma, de sus accionistas y/o grupo de control para ser invertidos en proyectos promocionados por la PFC;
- e) Remunerar a los dependientes y/o personal contratado de la PFC y/o pagar servicios de comercialización utilizando fondos captados para inversión en proyectos publicados en la PFC;

- f) Realizar actividades que puedan dar lugar a un conflicto de interés y/o hacer un uso inadecuado y/o divulgar indebidamente información confidencial;
- g) Delegar en terceros, total o parcialmente la ejecución de los servicios que constituyan el objeto del contrato suscripto con los emprendedores;
- h) Publicar una sucesiva suscripción de participaciones de un mismo proyecto sin notificar de manera fehaciente a los inversores de ese proyecto.

A su vez, las PFC deberán cumplir con determinadas normas de conducta y transparencia, entre las que se destacan la adopción de procedimientos y políticas adecuadas para la gestión de riesgos.

El responsable de la PFC es el encargado de controlar y evaluar el cumplimiento por parte de la plataforma y sus empleados de las obligaciones que les incumbe, entre ellas, la adecuación y eficacia de las medidas y procedimientos de control interno, monitoreo de medidas para detectar y eliminar conflicto de intereses y remitir de manera anual al organismo de control los resultados de los exámenes llevados a cabo en cumplimiento de las funciones a su cargo.

Las sociedades que operen bajo este formato tendrán que cumplir con un régimen informativo general que implica la comunicación periódica de información que se detalla en el art. 41 de la resolución.

En lo que al proyecto a financiar refiere los proyectos de financiamiento a financiarse mediante este mecanismo deberán revestir la calidad de “Emprendimiento Argentino” conforme la reglamentación emitida por el Ministerio de Producción.

Otra de las responsabilidades de la PFC tiene que ver con la información recabada en relación a los proyectos que publique ya que serán responsables frente a los inversores de la información por la diligencia y verificación de la misma.

✓ **Sobre los emprendedores**

El emprendedor proporcionará a la plataforma:

- a) Una descripción del proyecto y de su plan de negocios;
- b) Un detalle de los riesgos generales de la inversión;
- c) El monto de la emisión buscado y la fecha límite de suscripción;
- d) La posibilidad de aceptar ofrecimientos excedentes al monto a suscribir;
- e) Una descripción detallada de la finalidad que se dará a los fondos recaudados producto de la suscripción no pudiendo destinarse los mismos a otros fines;
- f) Descripción del tipo y clase de instrumentos ofertados y si las hubiere, garantías;

- g) El precio de los instrumentos o metodología para su determinación y derechos/limitaciones vinculados a los mismos;
- h) Una descripción de las emisiones de financiamiento colectivo realizadas en los últimos tres años con detalles de la misma, monto colocado, fecha de emisión, etc.;
- i) Una descripción de cualquier transacción realizada en el último año fiscal o actualmente propuesta por un monto igual o mayor al 5% del monto agregado recaudado a través de emisiones de financiamiento colectivo de los últimos 12 meses (incluyendo la suscripción a ser emitida) en la que participa o tiene interés (directo o indirecto); un director o gerente; un accionista final con más del 20% de los votos y familiares hasta el tercer grado de consanguinidad de los anteriores;
- j) Una descripción de su situación financiera incluyendo datos de liquidez, recursos de capital y el historial de los resultados de las operaciones;
- k) Reconocer en el estatuto social: (i) el derecho de los inversores de participar en las asambleas o reuniones de socios; (ii) el derecho de representación en la asamblea o reunión de socios conforme la legislación vigente; (iii) que, en el caso de que la figura de inversión sea una S.A. o una S.A.S., los acuerdos de accionistas que tengan por objeto el ejercicio del derecho de voto en las asambleas o reuniones de socios o que incidan de algún modo en la transmisibilidad de las acciones, participaciones sociales u otros instrumentos representativos de capital habrán de ser comunicados inmediatamente a la propia sociedad y por ésta al resto de socios.

El monto máximo de emisión por proyecto no podrá superar los \$20.000.000 para el periodo de 12 meses y el plazo no deberá ser menor a 30 días y no mayor a 180 días. De todas formas, la PFC podrá prolongar el período de suscripción en no más de un 20% del plazo originalmente previsto, siempre y cuando, el aviso a los inversores del cambio material haya sido realizado antes de haber transcurrido el 80% del plazo considerado inicialmente para lograr el financiamiento del proyecto.

Al igual que en el caso de las PFC, se establece un régimen de información periódica que los emprendedores deberán cumplir. El art. 49 de la resolución CNV dispone que con motivo de la solicitud de financiamiento, los emprendedores publiquen en la plataforma:

- a) Información societaria;
- b) Un informe trimestral de evolución del proyecto y de la aplicación de los fondos captados;

- c) Una comparación entre el plan de negocios y de aplicación de fondos exigido por la reglamentación y el avance en el cumplimiento de los mismos;
- d) Cualquier variación significativa en la estructura de financiamiento del proyecto;
- e) Informar todo hecho o situación no habitual que por su importancia sea apto para afectar el desenvolvimiento de su actividad.

Finalmente, se disponen límites cuantitativos de inversión para los inversores ya que no podrán destinar dentro del mismo año más del 20% de sus ingresos brutos anuales en la adquisición de instrumentos de financiamiento colectivo, como así tampoco, ningún inversor podrá participar en más del 5% de la suscripción de un proyecto o en un monto mayor a \$20.000, el que fuere menor. Si se trata de un inversor calificado no será de aplicación el límite de \$20.000 manteniéndose el límite de inversión del 5% por proyecto.

4. Regulación del crowdfunding en los países en los que se encuentra más desarrollado

a) Italia:

En junio de 2013, Italia implementó por primera vez en Europa una regulación específica para el crowdfunding de capital a través del Reglamento nro. 18592⁵⁵. La regulación tuvo como objetivo alentar el crecimiento y desarrollo de las empresas dedicadas a la innovación (*innovative start-ups*⁵⁶) a través de una regulación específica y simplificada que habilita a las *startups* a captar fondos a través de estas plataformas.

En el 2018 esta normativa se modificó permitiendo el ingreso al sistema de financiamiento colectivo no sólo a las empresas de carácter innovativo sino a todas aquellas pequeñas y medianas empresas que deseen financiarse a través de este mecanismo⁵⁷.

Para operar, las plataformas deberán registrarse ante la *Commissione Nazionale per le Società la Borsa* (CONSOB). Si los gestores de las plataformas son bancos o sociedades

⁵⁵ <http://www.consob.it/web/area-pubblica/equity-crowdfunding-normativa-nazionale-secondaria>.

⁵⁶ Las startups que pueden participar en estas plataformas tienen que tener su sede en Italia y ser consideradas “innovadoras”, es decir, que han de cumplir una serie de requisitos específicos entre los que se encuentra un fuerte componente tecnológico y de inversión en I+D+I (investigación y desarrollo).

⁵⁷ Ver resolución no. 20204 del 29 de noviembre de 2017 en vigencia a partir del 3 de enero de 2018.

de inversión tendrán que cumplir con la regulación MiFID⁵⁸ y solo deberán comunicar su intención de gestionar la plataforma.

Bajo esta modalidad de crowdfunding, las empresas podrán recaudar hasta 5 millones de euros. Las inversiones podrán ser realizadas tanto por inversores profesionales como por inversores minoristas.

Entre los requisitos que deberán cumplir las plataformas que deseen operar de acuerdo con esta modalidad, se destacan: el cumplimiento de normas de conducta, normas relativas a las ofertas realizadas a través de la plataforma y un régimen de comunicaciones con el organismo de control -CONSOB-.

Las plataformas solo podrán brindar acceso a los inversores que confirman que cuentan con los conocimientos suficientes acerca de los riesgos que conlleva invertir en nuevas empresas y que declararon que son capaces de soportar cualquier pérdida económica que pueda surgir de la inversión. Asimismo, deberán proporcionar a los inversores información específica y detallada sobre la empresa que requiere financiamiento.

Dentro de este reglamento, se introducen una serie de restricciones a las actividades que podrán desarrollar las plataformas de crowdfunding a través de sus portales.

- Solo las empresas innovadoras definidas por ley son elegibles para recaudar fondos mediante este sistema;
- Un mínimo del 5% del capital social ofrecido debe ser invertido por un profesional inversor tal como se define en las leyes y reglamentos italianos;
- Las plataformas deberán operar en forma conjunta con una entidad bancaria o compañía de inversión debidamente registrada que apoye sus operaciones. Esto incluye el manejo y la retención de dinero del cliente.

No hay límites establecidos en relación a la contribución que un inversionista minorista puede hacer a un proyecto. Sin embargo, el banco/compañía de inversión tiene una serie de obligaciones de cumplimiento con respecto al financiador a las que solo se renuncia cuando las contribuciones caen por debajo de ciertos umbrales (500 euros en una sola suscripción por un inversor minorista o 1000 euros en el total de emisiones durante un año).

⁵⁸ Las MiFID son las Directivas sobre los Mercados de Instrumentos Financieros (por sus siglas en inglés) que armonizan a nivel europeo la regulación aplicable a los instrumentos financieros con la finalidad de mejorar la transparencia de los mercados y garantizar la protección de los inversores.

Por otra parte, el crowdfunding de préstamo se sustancia como un contrato de préstamo y requiere que el prestamista cuenta con una licencia emitida por el Banco de Italia para actuar como institución financiera o intermediario de pagos.

b) Francia

El 30 de mayo de 2014 Francia implementó una nueva regulación en materia de crowdfunding aplicable a partir del 1 de octubre de 2014⁵⁹ (regulación nro. 2014-559). Se crearon dos nuevos estados/figuras bajo las cuales las plataformas de crowdfunding podrán operar luego de su inscripción ante el *Registre Unique des Intermédiaires en Assurance, Banque et Financier*⁶⁰ (ORIAS).

Previo a la modificación reglamentaria citada, las plataformas de crowdfunding de préstamo y de capital operativas en ese país se encontraban reguladas por normas de servicios financieros preexistentes bajo las categorías de: (i) instituciones de crédito (*Credit Institution-CIs*) y (ii) proveedor de servicios financieros (*Investment Provider's-IPs*).

Asimismo, en reconocimiento a su amplio desarrollo en el mercado, en mayo de 2013 la *Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution* (ACPR) emitió una guía sobre cómo aplicar las regulaciones existentes al crowdfunding.

Las nuevas figuras/estados incorporadas por la regulación nro. 2014-559 son:

- Plataforma de crowdfunding de renta variable y crowdfunding de valores de deuda (CIP);
- Plataforma de financiamiento colectivo de préstamos (IFP).

La norma francesa incluye requisitos diferentes de acuerdo al tipo de operaciones que ofrezcan las plataformas señaladas. Para el caso de las plataformas que presten servicios de préstamos se crea un registro oficial para aquellas que no sean gestionadas por bancos o sociedades de inversión, quienes deberán formalizar contratos por escrito y se imponen límites de inversión tanto al emisor (1 millón de euros por proyecto) como al inversor (1 millón de euros por proyecto, ampliable a 4.000 en caso de ser préstamos sin intereses). En el caso de crowdfunding de capital, al igual que en el caso anterior, se crea un registro oficial para aquellas plataformas que no son gestionadas por bancos o

⁵⁹ Esta reglamentación se adoptó luego de la realización de una consulta sobre nuevos estados reglamentarios para plataformas de crowdfunding que concluyó en noviembre de 2013. Esta consulta dio como resultado el establecimiento de dos nuevas categorías de crowdfunding aplicables a partir de octubre de 2014.

⁶⁰ <https://www.orias.fr/>.

sociedades y se imponen límites de emisión al emisor (1 millón de euros durante 12 meses) pero no al inversor.

Lo más destacable en relación a las modificaciones normativas insertadas es que las plataformas que reciben fondos en nombre de terceros deberán ser proveedores de servicios de pago pudiendo adoptar diferentes categorías: (i) una entidad de crédito; (ii) una entidad de pago; o (iii) una institución de dinero electrónico.

c) Estados Unidos de América

El 5 de abril de 2012 fue promulgada la *JOBS Act*⁶¹ (*Jumpstart Our Businesses Act*) delegándose en la SEC la reglamentación del crowdfunding. Con ella se modificó la *Securities Act* de 1933 (*15 U.S.C. 77a et seq.*) y de esta forma se incorporó por primera vez el crowdfunding de capital en ese país. Bajo el Título III de la ley se introdujo una excepción que permite la participación en las plataformas de *equity* a todo tipo de inversores y no solo a los acreditados⁶².

La normativa tuvo como objeto facilitar el acceso al capital a las pequeñas empresas mediante exenciones al control de la oferta pública. Las plataformas que deseen operar en el mercado deberán inscribirse en la SEC y cumplir con determinados requisitos fijados por esa autoridad de control.

Se establece que una compañía podrá recaudar un monto total máximo de 1.070.000⁶³ millón de dólares en un período de 12 meses.

Con respecto a los inversores, se les permitirá invertir en el transcurso de un periodo de 12 meses hasta:

- 2.000 dólares o 5% de su ingreso anual o riqueza neta, el que sea mayor, si tanto su ingreso anual como su valor neto son menores a USD 100.000;
- 10% de su ingreso anual o riqueza neta, el que sea mayor, si su ingreso anual o su riqueza neta es igual o superior a USD 100.000. Durante el período de 12 meses, estos inversionistas no podrán comprar más de USD 100.000 de valores mediante este sistema;
- Los valores adquiridos no podrán revenderse por un período de un año;

En sus documentos de oferta la empresa deberá divulgar: (i) información sobre los funcionarios y directores, así como los propietarios del 20% o más de la empresa; (ii)

⁶¹ <https://www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml> y <https://www.congress.gov/115/bills/hr1/BILLS-115hr1enr.pdf>

⁶² Los inversores acreditados son aquellos con ingresos anuales superiores a los 200.000 dólares o una riqueza neta superior a 1 millón de dólares, o que formen una unidad familiar con ingresos anuales superiores a los 300.000 dólares.

⁶³ Ver <https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/regcrowdfunding>.

una descripción de los negocios de la compañía y el uso de los ingresos de la oferta; (iii) el precio al público de los valores que se ofrecen, el monto de la oferta objetivo, el plazo para alcanzar el monto de la oferta y si aceptará inversiones que excedan el monto de la oferta objetivo; (iv) informar ciertas transacciones con partes relacionadas; (v) una descripción de la condición financiera de la compañía; (vi) los estados contables de la compañía que, dependiendo de la cantidad ofrecida y vendida durante un período de 12 meses, deberán ir acompañados de una copia de las declaraciones de impuestos de la compañía o revisados o auditados por un contador público o auditor independiente; (vii) modificar el documento de oferta para reflejar los cambios importantes y proporcionar actualizaciones sobre el progreso de la compañía para alcanzar el monto de la oferta objetivo.

Las plataformas de financiación no podrán:

- Ofrecer consejos de inversión o hacer recomendaciones;
- Solicitar compras, ventas u ofertas para comprar valores ofrecidos o mostrados en su sitio *web*;
- Tener, poseer o manejar fondos o valores de inversionistas.

d) Reino Unido

El 1 de abril de 2014, el Reino Unido adoptó un nuevo marco regulatorio para el crowdfunding luego de un período de consulta que tuvo como resultado la entrada en vigencia de la regulación PS14/4⁶⁴. Previo a ello, las plataformas operaban en ese país bajo diferentes reglamentaciones, que pueden resumirse de la siguiente manera:

- Los préstamos no estaban regulados desde la perspectiva de los prestamistas sino desde perspectiva del prestatario (en la medida en que los prestatarios eran clientes minoristas) bajo Ley de Crédito al Consumidor (*Consumer Credit Act*) supervisada por la Oficina de Comercio Justo (*Office of Fair Trading*).
- Las plataformas que realizaban actividades relacionadas con el mercado de capitales requerían la autorización de la *Financial Conduct Authority* (FCA) según la Ley de Servicios y Mercados Financieros del 2000.

La regulación británica de crowdfunding reglamentó el uso de las plataformas de préstamos y de capital⁶⁵, excluyéndose los modelos de donación y recompensas.

⁶⁴ <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf>

⁶⁵ La FCA impone una regulación más estricta para este grupo de plataformas restringiendo el tipo de clientes a los que se pueden efectuar ofertas directas mientras que opta por una regulación menos restrictiva para las plataformas de préstamo al considerar que estas implican un menor riesgo para los inversores.

Entre los requisitos que deberán cumplir las plataformas de acuerdo a la regulación específica para su inscripción en la FCA se destacan:

- Normas relativas al dinero del cliente y su manejo por parte de la plataforma;
- Cumplir con requisitos de divulgación de información, entre ellos, el tratamiento de los reclamos de clientes y el envío periódico de datos a la FCA;
- Normas relacionadas con la resolución de disputas y la presentación de informes;
- Programas para fallas de la plataforma que implican que, en caso de cierre de la plataforma, los contratos de los préstamos pendientes puedan seguir siendo gestionados de conformidad con lo acordado;
- Las plataformas de préstamos deberán mantener un capital mínimo en función del volumen de los préstamos que intermedien.

En cuanto a las plataformas de *equity* la normativa prohíbe realizar ofertas directas a clientes minoristas no asesorados a menos que estos cumplan algunos de los siguientes requisitos: (i) tengan ingresos anuales superiores a 100.000 libras o una riqueza neta de 250.000 libras (excluyendo vivienda principal, pensiones y ciertos seguros); (ii) estar catalogados como inversores sofisticados o acreditados; (iii) confirmar que no invertirán más del 10% de su inversión neta activos⁶⁶; (iv) estar vinculados al capital de riesgo o a las finanzas. No se establecieron tales límites en relación con los prestamistas.

e) **España**

El crowdfunding se encuentra regulado por la Ley 5/2015⁶⁷ de Fomento de la Financiación Empresarial que entró en vigencia el 27 de abril de 2015 estableciendo por primera vez un régimen jurídico para las llamadas “Plataformas de Financiación Participativa”. Allí, se regulan solo las modalidades de crowdfunding de préstamo y de capital y quedan excluidas del marco regulatorio aquellas plataformas que actúan bajo de modalidad de donaciones, venta de bienes y servicios y préstamos sin interés.

Las plataformas que deseen operar tendrán que inscribirse y solicitar autorización a la Comisión Nacional de Mercado de Valores⁶⁸ (CNMV) quien a su vez solicita un informe preceptivo y vinculante al Banco de España en el caso de plataformas que publiquen proyectos financiados con préstamos participativos.

⁶⁷ https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2015-4607

⁶⁸ <https://www.cnmv.es/portal/home.aspx>

Entre los requisitos más importantes que deberán cumplir las plataformas se encuentran⁶⁹:

- Contar con un capital social mínimo de 60.000 euros o seguro de responsabilidad civil, aval o garantía exigida por ley con una cobertura de 400.000 euros para cumplir con reclamos;
- Administradores de reconocida honorabilidad;
- Contar con una organización administrativa y contable adecuadas que incluyen disponer de reglamentos internos de conducta y prever mecanismos en caso de cese de actividad;
- Realizar un riguroso estudio de riesgo de los promotores para asegurarse de su solvencia y clasificar los proyectos de acuerdo al grado de riesgo que presenten. La plataforma no garantiza la devolución del préstamo, esta es una obligación a cargo del prestamista.

La ley distingue entre inversores acreditados y no acreditados estableciéndose que estos últimos no podrán invertir más de 3000 euros en el mismo proyecto publicado por una misma plataforma ni superar el límite de 10.000 euros de inversión en un periodo de 12 meses en proyectos publicados por el conjunto de plataformas.

La financiación obtenida por el promotor debe destinarse exclusivamente a un proyecto concreto de tipo empresarial, formativo o de consumo.

f) Alemania

La ley de Protección al Inversor Minorista entró en vigencia a mediados del 2015⁷⁰ (Kleinanlegerschutzgesetz - "KASG"). Esta ley regula los denominados préstamos subordinados con participación en beneficios por primera vez en Alemania. Por otro lado implementó una sección "Excepción Crowdfunding" que permite que proyectos de crowdfunding puedan recaudar hasta 2,5 millones de euros sin cumplir con el requisito de elaboración de un prospecto. Sin embargo, esta excepción solo resulta aplicable en caso de que la empresa recaude el dinero por medio de los préstamos subordinados con participación en beneficios mencionados previamente.

Esta tendencia potenció el sistema de financiamiento colectivo con un incremento de plataformas y empresas/proyectos que organizan campañas de crowdfunding adoptando la modalidad de préstamos señalada. También existe una clara tendencia hacia una

⁶⁹ Camacho Clavijo, Sandra, "El Crowdfunding: Régimen Jurídico de la Ley de Financiación Participativa en la Ley 5/2015 de fomento de la financiación Empresarial", Revista CESCO de Derecho de consumo nro. 17/2016.

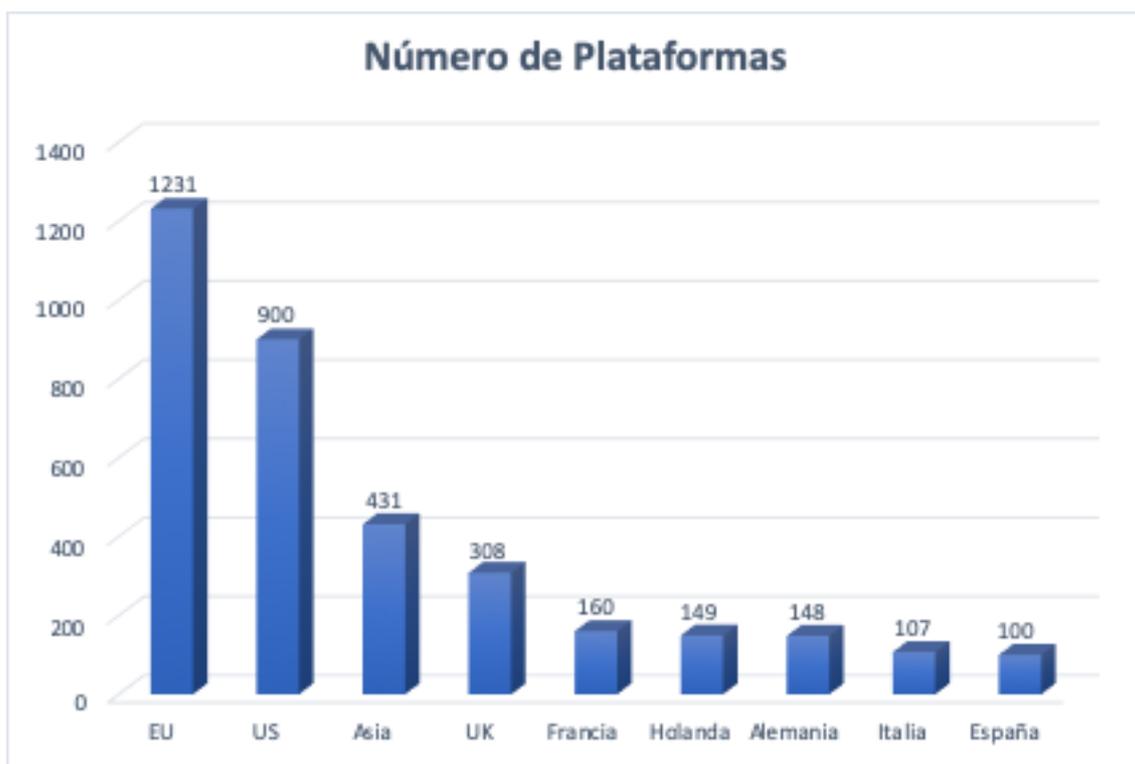
⁷⁰ Review of Crowdfunding Regulation 2017, European Crowdfunding Network, pág. 237.

diversificación de las actividades de las plataformas de crowdfunding que incluyen la configuración de diferentes plataformas de acuerdo al sector al que se dirigen (*start-ups*, renovables, bienes raíces, etc.).

Además las plataformas de préstamos entre pares son populares en ese país siendo uno de los sectores más importantes con un volumen de mercado de 76,7 millones de euros en el año 2016.

Síntesis grafica

A continuación se muestra la cantidad de plataformas operativas en Europa, Estados Unidos y Asia, como así también en los principales países en donde el crowdfunding ha tenido mayor recepción⁷¹.



⁷¹ Dmitry Chervyakov and Jörg Rocholl, “How to make crowdfunding work in Europe”, Policy Contribution Issue n° 6 | March 2019, pág. 2,3.

IV. Análisis Económico del Derecho aplicable al instituto

1. Introducción

Luego del análisis del estado actual de la regulación del crowdfunding en nuestro país y en aquellos estados en los que se encuentra más desarrollado, a continuación se emplearán herramientas de análisis económico del derecho (AED) a los fines de valorar los efectos y consecuencias de la regulación del sistema de financiamiento colectivo en Argentina tomando como base el empleo del análisis económico del derecho normativo para luego, en base a los resultados de la evolución de la industria, evaluar la conveniencia de plantear modificaciones a la norma. Ello con el fin de arribar a una potencial mejora en términos de eficiencia como valor deseable para la sociedad.

A modo introductorio, cabe mencionar que el AED consiste en el empleo de teoría económica, fundamentalmente teoría de precios, para explicar el sistema legal, predecir sus consecuencias o bien recomendar cambios con el fin de obtener resultados eficientes u otras metas usualmente consideradas valiosas⁷² para la sociedad. Dado que todas las normas jurídicas contienen una racionalidad económica detrás, el AED ofrece elementos que permiten identificar la justificación racional de las mismas y determinar el por qué algunas alcanzan equilibrios óptimos y otras no logran este objetivo (resultan eficientes o no eficientes)⁷³.

Existen cuatro elementos centrales que hacen posible la extensión de la teoría de precios⁷⁴ a las decisiones en general y que pueden considerarse como elementos centrales para la aplicación de teoría económica al campo del derecho: i) la hipótesis o modelo por el cual se asume que los individuos toman decisiones con la finalidad de maximizar su utilidad; ii) los precios, es decir, la relación de valor entre las alternativas que enfrenta el individuo; iii) la noción de equilibrio; iv) cuarto elemento y central para la teoría, el concepto de eficiencia. A su vez la economía puede ser utilizada en este campo para examinar la eficacia o la validez empírica de las normas legales. Uno de sus principales aportes⁷⁵ es la introducción de un método científico de investigación en el derecho que se traduce en un compromiso mayor con la teorización abstracta y la comprobación empírica de las teorías legales. En consecuencia, una política legislativa

⁷² Stordeur, Eduardo, “*Análisis Económico del Derecho: sus Elementos Básicos*”, Cap. I, pág. 1.

⁷³ Esta hipótesis, tuvo su nacimiento con Richard Posner quien fue el primero en sostener que el sistema del *Common Law* tiene hacia la eficiencia porque los jueces en sus decisiones muestra cierta preferencia por aquellas que resultan más eficientes.

⁷⁴ Se toma como base que las normas legales contienen precios que operan como incentivos para la toma de decisiones de las personas, y que estos pueden ser monetarios y no monetarios (“Precios Sombra”).

⁷⁵ Ulen, Thomas, “*The Unsuspected Guest: Law and Economics, Law and Other Cognate Disciplines, and the Future of Legal Scholarship*”, *Chicago-Kent Law Review*, vol. 79, 2004, pág. 415.

adecuada podría basarse en evidencias empíricas rigurosas y sistemáticamente obtenidas para alcanzar un grado de eficiencia adecuado a través de la reglamentación.

Ahora bien. Para valorar los efectos y las consecuencias que genera la norma y plantear modificaciones a la misma resulta importante mencionar los criterios de eficiencia que serán utilizados. Como veremos, más allá de las limitaciones que su aceptación en este campo plantea es indudable que la eficiencia en sí misma representa un valor deseable para la sociedad.

2. El concepto de eficiencia económica

Existen diversos significados posibles para este término. En el campo de la economía aplicada al derecho el empleo del término usualmente refiere a la eficiencia en sentido distributivo, de extensivo uso en economía normativa, más precisamente a la eficiencia en sentido de Pareto.

El principio de Pareto supone que un estado de cosas es superior a otro si a consecuencia del cambio distributivo al menos una persona está mejor y ninguna ésta peor desde la perspectiva de sus propias preferencias. Dadas las restricciones operantes, los bienes están asignados a su mejor empleo de modo que no es posible ya mejorar a nadie sin empeorar a otro individuo. En otras palabras, constituye un estado de cosas que no puede ser dominado por ningún otro. Este principio se da porque se asume que las personas no quieren desperdiciar oportunidades de mejorar (maximizar sus beneficios) y que éstas practican todas las transacciones mutuamente provechosas hasta que no queda ninguna ganancia o excedente vacante sin capturar. Una vez que se logra ese estado, se verifica Pareto.

Por otro lado, este principio tiene sus limitaciones. A nivel práctico, el problema más grande que enfrenta es la incapacidad de evaluar mejoras cuando hay perdedores. Algunos cambios que podrían ser deseables serían vetados porque esta regla tiende a favorecer *status quo* sobre el cambio. Además sólo dice cuando las personas mejoran su bienestar “dada” determinada distribución de los derechos de propiedad sobre los recursos pero no puede establecer, al menos con facilidad, cuál distribución inicial de derechos es aquella que mejora el bienestar⁷⁶. Por tal motivo Pareto resulta una regla muy limitada para cuestiones normativas y estas usualmente son importantes en materia legal.

⁷⁶ No toma en cuenta la distribución inicial de los derechos de propiedad.

El criterio de eficiencia empleado por los economistas para permitir perdedores y seguir evaluando cuáles cambios son distributivamente eficientes es el denominado de la compensación potencial o potencial de Pareto, o bien, de Kaldor Hicks. Este criterio postula que un estado de cosas “X” es superior o domina a otro “Z” si y sólo si quienes se benefician en “X” estarían en condiciones de compensar a quienes se perjudican y mantener todavía su calidad de ganadores⁷⁷. De esta forma se lo denomina criterio de la compensación potencial en tanto dicha compensación es hipotética y no necesariamente debe proceder en la realidad de los hechos. Constituye una mejora potencial en el sentido de Pareto en tanto hipotéticamente quienes ganan en “X” habrían estado en condiciones de compensar antes del cambio a quienes pierden, de modo tal que estos habrían hipotéticamente aceptado “X”. En otras palabras, los perdedores de “X” quedan indiferentes entre la elección entre “X” e “Y”⁷⁸.

Al igual que Pareto este criterio enfrenta sus limitaciones. Uno de ellas es que asume que un dólar a un peso tiene el mismo valor para todas las personas. Una persona podría valorar más un estado de cosas que otra persona pero podría contar con menos recursos y la capacidad de demanda es función de la cantidad de recursos con que cuenta una persona. Por otra parte, en tanto la compensación a quienes pierden es sólo potencial podría admitir que se usen a algunas personas a favor de otras, algo usualmente contrario a nuestras intuiciones de justicia.

A pesar de sus limitaciones la eficiencia constituye un test de deseabilidad propia de la mirada económica de la conducta humana. Un equilibrio que satisface las condiciones de eficiencia, sea en el sentido estricto o potencial de Pareto, es deseable desde el punto de vista del bienestar o utilidad, en tanto estas están en la mejor situación posible dadas las restricciones del caso. Al mismo tiempo permite identificar equilibrios que no son deseables desde el punto de vista de la utilidad o el bienestar de los actores sociales involucrados. El derecho, desde este enfoque, puede ser visto como un mecanismo para alterar incentivos a los fines de alcanzar equilibrios mas deseables o eficientes⁷⁹.

3. Análisis económico del derecho normativo

El empleo normativo del enfoque económico postula la reducción de costos de la interacción humana a través de modificaciones al sistema legal. Este enfoque asume que

⁷⁷ Stordeur Eduardo, “*Nociones de Análisis Económico del Derecho Privado*”, Cap. II, pág. 35.

⁷⁸ Rojas, Ricardo M., Schenone Osvaldo, Stordeur Eduardo, “*Nociones de Análisis Económico del Derecho Privado*”, Cap. II, pág. 28.

⁷⁹ Ver cita 61. Cap. I pág. 35.

la eficiencia es un valor importante -o cuanto menos deseable- que ofrece soluciones normativas atractivas en la mayor parte de las áreas legales tradicionales.

En ese sentido, a diferencia de lo que sucede con el AED positivo, el cual tiene fundamentalmente dos usos o finalidades: (i) la descripción del sistema legal a partir del uso de categorías económicas, y (ii) la predictiva que implica el uso de la economía para anticipar el efecto de las normas jurídicas, es probable que los empleos normativos de la economía resulten más controvertidos que los positivos ya que el fundamento último de las decisiones que se adopten en materia legal, tendrán como fundamento el concepto de eficiencia⁸⁰. A su vez, no siempre resulta fácil distinguir el análisis normativo del positivo como dos estamentos separados ya que muchas veces de proposiciones positivas se derivan proposiciones normativas.

Dicho esto, y sin perjuicio del lugar que se le quiera otorgar a la eficiencia como valor importante del sistema legal, no resulta discutido que el enfoque económico resulta un auxiliar de utilidad para el debate normativo permitiendo valorar la norma desde el punto de vista de sus efectos y sus consecuencias.

Del mismo modo, uno de los temas centrales de la economía normativa es identificar equilibrios y examinar su grado de deseabilidad valiéndose del concepto de eficiencia a esos fines. La idea central consiste en que: la hipótesis de la maximización nos permite interpretar los precios como datos que incentivan las decisiones en direcciones predecibles hacia equilibrios determinados, y esos equilibrios pueden ser evaluados según diversos criterios, siendo el más frecuente el criterio de eficiencia.

4. Análisis de la ley de “Apoyo al Capital Emprendedor”. Sus efectos y consecuencias en torno al concepto de eficiencia como valor deseable

Vimos que las normas legales contienen precios monetarios y no monetarios comúnmente denominados “Precios Sombra” que operan como un mecanismo de incentivos para la toma de decisiones de los individuos orientando su conducta hacia equilibrios eficientes o ineficientes. En otras palabras, el sistema legal puede examinarse desde la teoría económica como un sistema de organización social basado en incentivos.

⁸⁰ Resulta cuestionado el valor de la eficiencia como argumento para la toma de decisiones en el sistema legal. Ver Ronald Dworkin “*Is wealth a value?*”, Journal of legal Studies 9 (1980): pp. 191-226, entre otros. Asimismo, desde el punto de vista normativo, la polémica se centra en que la eficiencia desconoce problemas distributivos, que constituyen el elemento central de la justicia.

Ahora bien. Si los individuos responden a las reglas jurídicas en función de los precios que estas contienen, resulta factible elaborar una evaluación plausible o valorar los efectos y consecuencias de la aplicación de la norma y contrastarlos empíricamente con datos de la realidad. Con esa idea, el análisis de la reglamentación de la ley 27.349 reveló la presencia de una robusta carga regulatoria que recae principalmente sobre uno de los participantes del sistema de financiamiento colectivo: la plataforma de financiamiento colectivo. En efecto, la resolución general 717-E/2017 de la CNV establece que *“en el marco de la competencia asignada por la Ley 27.349, el sujeto a fiscalizar por la COMISIÓN será la ‘Plataforma de Financiamiento Colectivo’”*.

Para ejemplificar lo expuesto, se observó que entre los requisitos que las PFC deberán acreditar ante la CNV para su funcionamiento, se encuentran: (i) ser una sociedad anónima constituida legalmente en el país; (ii) presentar estados contables auditados por auditores externos; (iii) designar a un responsable de la PFC; (iv) acreditar el pago de tasas de fiscalización y control y arancel de autorización; (v) derivar en un tercero - entidad financiera- el manejo y gestión de los fondos que se recauden con motivo de la actividad; (vi) contar con una estructura organizativa, administrativa, operativa y de control adecuada a la actividad; (vii) contar con manuales de funciones y procedimientos operativos y de gestión contable y de riesgo; (viii) acreditar auditorías informáticas; (ix) llevar una estadística sobre el número o el porcentaje de incumplimientos y tasa de morosidad; (x) supervisar el procedimiento de suscripción de los instrumentos emitidos por los emprendedores, entre otros.

De manera análoga, una de las cargas más importantes para las PFC se encuentra asociada a la gestión de los riesgos y al manejo de la información, ya que el art. 44 de la resolución 717 -E/2017 establece que “[l]a PFC estará obligada a recabar la siguiente información referida a cada Proyecto de Financiamiento Colectivo que presente, **siendo responsable frente a los Inversores de la información por la diligencia en la obtención y verificación de la misma**” (el destacado me pertenece).

En este contexto, los requisitos que las PFC deberán cumplir ante el organismo de control para poder operar como tales en el mercado podrían representar altos costos de transacción. Estos costos/precios impuestos por la normativa también podrían operar como una barrera al ingreso de participantes al mercado.

Ronald Coase demostró en un artículo del año 1960 que el orden jurídico es mucho más que un conjunto de normas restrictivas o imperativas con efectos directos y predecibles: su contenido tiene efectos que exceden aquello que ordinariamente advierten el

legislador o el juez, y puede contribuir en forma decisiva a la mayor eficiencia o ineficiencia de la economía en general. La ponderación de los costos de transacción, las externalidades y la definición de derechos de propiedad (en el sentido económico de la expresión) permiten una nueva visión de la importancia de la ley.

Estos costos de transacción⁸¹ incluyen, en primer lugar, los costos que demanda la creación de un sistema de reglas que permitan establecer un adecuado entorno institucional. En segundo lugar, como el proceso de mercado es el mecanismo básico de transacción, deben ponderarse los costos por el uso del mercado, lo que abarca los resultantes de:

- 1) La iniciación (costos de búsqueda e información)
- 2) La negociación (costos de negociación)
- 3) La celebración de contratos (costos de decisión)
- 4) El control del cumplimiento del contrato y la eventual sanción de una conducta transgresora (costos de control y sanción)

De acuerdo con el *teorema normativo de Coase*, entonces, el orden jurídico debe tender a disminuir los costos de transacción y ayudar a que los acuerdos individuales puedan llevarse a cabo con las menores barreras posibles.

Una vez que tenemos en cuenta los costos de transacción, la ley deja de ser neutra para el desempeño de la económica. Los costos de negociación podrían superar a los beneficios derivados de ella y entonces el derecho cobra fundamental importancia para garantizar la eficiencia económica al convertirse en una institución mediadora para reemplazar a los individuos y al proceso de mercado en aquellas funciones en que los costos serían insufragables en un contexto de intercambio puro⁸².

Cuando los costos de transacción son muy altos, el sistema legal emplea mecanismos como, por ejemplo, el derecho administrativo como forma de lidiar con los efectos externos. De acuerdo a Cooter y Ulen, desde una perspectiva de la eficiencia, el *teorema de Coase* podría formularse de la siguiente manera: En la medida que no existan costos de transacción, y los derechos de propiedad estén perfectamente definidos, el proceso de mercado es eficiente. La ley debe estructurarse de modo que se eliminen los impedimentos para alcanzar acuerdos privados⁸³.

⁸¹ Ver cita 66, pág. 48.

⁸² Ricardo Manuel Rojas, "*Análisis Económico e Institucional del Orden Jurídico*", pág. 241.

⁸³ Cooter R., y Ulen T., "*Law and Economics*", 1988, pp. 99-101.

En punto a la relación de los costos de transacción y su vinculación con el sistema de financiamiento colectivo, vimos que uno de los atractivos más importantes que presenta este mecanismo de financiación es la reducción de los costos de transacción. En materia de incentivos para los emprendedores de proyectos el acceso al capital a menores costos resulta un elemento fundamental a tomar en cuenta a la hora de decidir financiarse a través de este sistema. Si los costos operativos de funcionamiento para las PFC se incrementan por las cargas regulatorias estos terminan trasladándose al precio de las comisiones que la PFC cobra a emprendedores e inversores por el uso de la plataforma. El efecto distorsivo que la carga reglamentaria genera mediante el incremento de los costos de transacción arroja como resultado que exista en el mercado transacciones que no se concretan y que incrementarían el bienestar social. En otras palabras, existe un excedente vacante en el mercado que nadie captura y una consecuente pérdida de bienestar social.

Esta circunstancia puede ser contrastada empíricamente mediante el acceso a información pública que surge del sitio *web* de la CNV de donde surge que desde la entrada en vigencia de ley a la actualidad no se registró ninguna PFC⁸⁴. Por otro lado, en base a información de carácter público disponible en la *web*, en Argentina se encuentran operativas y en funcionamiento diferentes plataformas de crowdfunding de préstamos o *lending*⁸⁵ pero esta modalidad de crowdfunding no ha sido receptada por nuestra legislación⁸⁶.

Cabe destacar que la confluencia de la oferta y la demanda de recursos financieros en el sistema de financiamiento colectivo se llevan a cabo a través de las PFC quienes cumplen un rol, si se quiere, asimilable al de un mercado. Es allí donde se conectan de forma directa emprendedores e inversores. Al no encontrarse operativa ninguna plataforma, existen transacciones en el mercado que no se concretan.

Resta añadir que la regulación del mercado de capitales presenta características muy particulares que involucran reglamentaciones muy fuertes que tienen como objetivo fundamental la protección de los inversores. Sin embargo la eficiencia y la protección de los ahorristas (en sentido amplio) como metas que confluyen y que son parte del

⁸⁴ Ver información disponible en el sitio *web* <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/RegistrosPublicos/BusquedaAgentes>.

⁸⁵ Ver anexo I adjunto al presente.

⁸⁶ Vale la pena mencionar que la información a la que se tuvo acceso para la elaboración del relevamiento de plataformas operativas en nuestro país (Anexo I) proviene de los sitios *web* correspondientes a cada una de las plataformas señaladas y que dado el estado de desarrollo del SFC en el país, aún no se cuenta con información estadística.

objeto de la regulación por parte del legislador no resultan excluyentes o contrapuestas. El equilibrio consiste en arribar a un estado de cosas que permita el desarrollo de los mercados y facilitar la canalización del ahorro hacia la inversión.

5. Propuesta de posibles modificaciones a la reglamentación

Vimos que los principales riesgos que enfrenta el sistema de financiamiento colectivo son el riesgo de incumplimiento, los problemas de asimetría de la información y el riesgo de iliquidez.

Tanto la normativa local como la extranjera que regulan este instituto han demostrado que el foco de la regulación se encuentra en la protección de los inversores. En tal caso, la ley argentina no es ajena a esta circunstancia. Sin embargo, la morigeración de la carga regulatoria podría incentivar el desarrollo del SFC y permitir se concreten transacciones provechosas para al economía real en su conjunto. En otros términos, que los excedentes de capital en manos de inversores se canalicen hacia los emprendedores de proyectos que desean financiarse a menores costos. De esta forma, estaríamos ante un estado de equilibrio superior al actual.

En lo que al riesgo de asimetría de la información refiere podría ser menos costoso acudir a los siguientes mecanismos:

✓ El uso de la reputación como un dispositivo de señalización

El uso de mecanismos de reputación o calificación de proyectos en las PFC puede mitigar los efectos de la asimetría de la información y por lo tanto reducir la incertidumbre por parte de los inversores con el consecuente desarrollo de un mercado de bienes de calidad. Las señales relacionadas con la calidad de una empresa o un producto pueden transmitirse a potenciales inversores a través de sistemas de reputación o calificación como los utilizados por *Amazon* o *eBay*⁸⁷. En efecto, el mero hecho de aceptar ser calificado puede ayudar a transmitir señales de alta calidad⁸⁸.

A su vez, este sistema de calificaciones adquiere aún mayor importancia teniendo en cuenta que la mayoría de las plataformas no garantizan el rendimiento de los proyectos en ella publicitados.

✓ Redes sociales como dispositivos de señalización

⁸⁷ Un estudio de subastas de *eBay* confirma el valor de los sistemas de reputación *online*. Los vendedores de mayor reputación experimentan precios de subastas más altos. Mc Donald & Slawson, *supra* note 81, at 634.

⁸⁸ Este sistema es utilizado por la plataforma *Grow VC* en Hong Kong.

De acuerdo a un estudio realizado por *Mingfeng Lin, Silva Vislwanathan y NR Prabhala* sobre préstamos entre pares (P2P) se descubrió que las redes de amistad constituyen un valor importante debido al estigma social que el incumplimiento genera entre ellos. Pero lo importante aquí no radica solo en el hecho de tener amigos sino en la calidad de los mismos. De acuerdo a este estudio, en la plataforma de préstamos *Prosper* la información sobre los amigos de los prestatarios se muestra de manera prominente en la lista potencial de prestatarios y éstos se clasifican en niveles que van del 1 al 5 siendo este el más fuerte de amigos que han ofertado en la lista del prestatario específico y han ganado dinero. Tener una verdadera oferta de amigos prestamistas de calidad en una lista, incrementa las posibilidades de una financiación exitosa y de que el préstamo sea financiado.

Este sistema de señalización también es utilizado por la plataforma de financiamiento de *Equity CrowdCube* en donde los usuarios pueden ver el nombre y el perfil de los miembros que han invertido en una empresa y si los miembros más prestigiosos en la comunidad han invertido en una empresa nueva esto puede alentar a otros miembros a invertir también.

✓ Foros de discusión

Para complementar las señales de las redes reputación y amistad podrían implementarse foros *web* en los cuales los usuarios podrían publicar, por ejemplo, comentarios acerca de un empresario y monitorear las inversiones después de que se invierta en un proyecto. Este sistema es efectivo en sitios *web* de préstamos donde los usuarios han advertido a la comunidad acerca de prestatarios fraudulentos⁸⁹. Sin embargo, esta herramienta, al igual que en el caso de los sistemas de reputación, puede estar sujeta a comentarios engañosos o inexactos por parte de los usuarios, a los “*spammers*”⁹⁰ y a las publicidades.

Por otra parte, en lo que a riesgos de incumplimiento refiere, uno de los principios subyacentes al SFC radica en la diversificación del riesgo ya que el sistema en esencia se caracteriza por el aporte de pequeñas cantidades de dinero por un amplio número de personas o empresas. Esto implica que la exposición al riesgo por parte de los inversores minoristas sea de menor cuantía.

⁸⁹ En crowdfunding, los portales de equity más famosos, *CrowdCube* y *Grow VC*, tienen paneles de discusión muy activos y algunos miembros incluso señalan que las proyecciones financieras de algunas propuestas eran defectuosas.

⁹⁰ Los *spammers* son los correos denominados “basura” o enviados por remitentes desconocidos.

Los límites de inversión que fija la norma también tienden a amortiguar los efectos de incumplimiento. Tanto en la legislación local como en los estados en los que el instituto se encuentra en estadios de evolución más avanzado encontramos que los inversores solo podrán aportar capital a proyectos, usualmente, hasta un máximo del 20% de sus ingresos anuales.

Finalmente, vale la pena hacer una breve mención a los contratos. Dado que la PFC deberá proveer de contratos proformas a los participantes del sistema para la concertación de operaciones éstos pueden ser utilizados para disminuir costos de transacción y prevenir contingencias. El contrato es ejecutarse en caso de incumplimiento. Además, las plataformas a largo plazo tienen como objetivo brindar un servicio de calidad que les permita tener un número cada vez mayor de proyectos y un volumen mayor de recaudación en la medida en que esto les garantiza el aumento de sus ingresos por comisiones.

Para cerrar, y en punto al riesgo de iliquidez, la creación de mercados secundarios en donde los inversores puedan colocar sus títulos en caso de querer deshacerse de la inversión, como también la fijación de límites a la cuantía máxima a invertir por el inversor, son mecanismos que no resultarían costosos y que podrían disminuir costos de transacción.

V. Conclusión

En función del análisis de los efectos y consecuencias de la reglamentación del sistema de financiamiento colectivo en nuestro país, a la luz del análisis económico del derecho, podría decirse que los costos de transacción que genera la normativa dificultan el desarrollo y crecimiento de esta industria en el mercado.

Las cargas regulatorias encuentran su justificación en el beneficio social que genera la disminución de la probabilidad de ocurrencia del error. Si trasladamos estos conceptos al SFC tenemos que la probabilidad de ocurrencia del error (consistente en la posibilidad del acaecimiento de un evento de incumplimiento de pago, fraude o iliquidez, etc.) que justifique una mayor carga regulatoria, aún no resulta mensurable porque el mercado no se ha desarrollado. Lo que sí ha podido observarse es los costos reglamentarios resultarían más altos en relación al beneficio esperado por los participantes del sistema.

La cuestión esencial radica en determinar “cuanto” del régimen general de tutela del inversor se traslada a la regulación del instituto. En este caso, la reducción de la

complejidad y de las cargas administrativas y financieras podría generar mejores condiciones de mercado que permitan optimizar la ganancia y el beneficio social.

ANEXO I

Características de las plataformas de crowdfunding financiero

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

ANEXO II

Plataformas que se encuentran operativas en Argentina

- **SeSocio**

Sitio web: <https://www.sesocio.com/>

SeSocio es una plataforma de inversiones que le permite a cualquier tipo de inversor participar sin monto mínimo y 100% *online* de manera simple en alternativas de inversión obteniendo de esta forma una renta mensual. La inversión se puede efectuar mediante transferencias, tarjetas de crédito o criptomonedas.

- **Crowdium**

Sitio web: <https://www.crowdium.com.ar/>

Se trata de una plataforma de crowdfunding inmobiliario donde los usuarios pueden gestionar sus operaciones y armar sus perfiles de inversión así como participar activamente adquiriendo una cuota parte de un fideicomiso siendo co-propietario de inmuebles de primer nivel en las principales ciudades de la Argentina.

- **Wuabi**

Sitio web: <https://wuabi.com.ar/>

Plataforma de financiamiento de proyectos agropecuarios que permite acercar financiamiento a productores agropecuarios. Los productores presentan sus solicitudes, antecedentes financieros y planes de negocio. Luego los inversores eligen el proyecto y una vez que se alcanza el objetivo de fondos recaudados se transfieren al productor.

- **Afluenta**

Sitio web: <https://www.afluenta.com/>

Es una plataforma de préstamos entre personas que ofrece servicios de subasta de préstamos, administración de créditos y gestiones de cobro. Opera bajo la figura de fideicomiso y se solventa a través del cobro de comisiones por el otorgamiento y gestión de créditos.

Durante el 2013 intermedió préstamos por un valor de 7,7 millones de pesos⁹¹.

- **BancaClub**

Sitio web: <https://ar.bancaclub.com/>

⁹¹ Información publicada por la consultora Massolution en el año 2013.

Se trata de una plataforma de préstamos que relaciona a personas y empresas en forma directa con un procedimiento 100% *online*.

- **Bondarea**

Sitio web: www.bondarea.com

Plataforma de préstamos que proporciona herramientas de *cashflow* para planificar los proyectos.

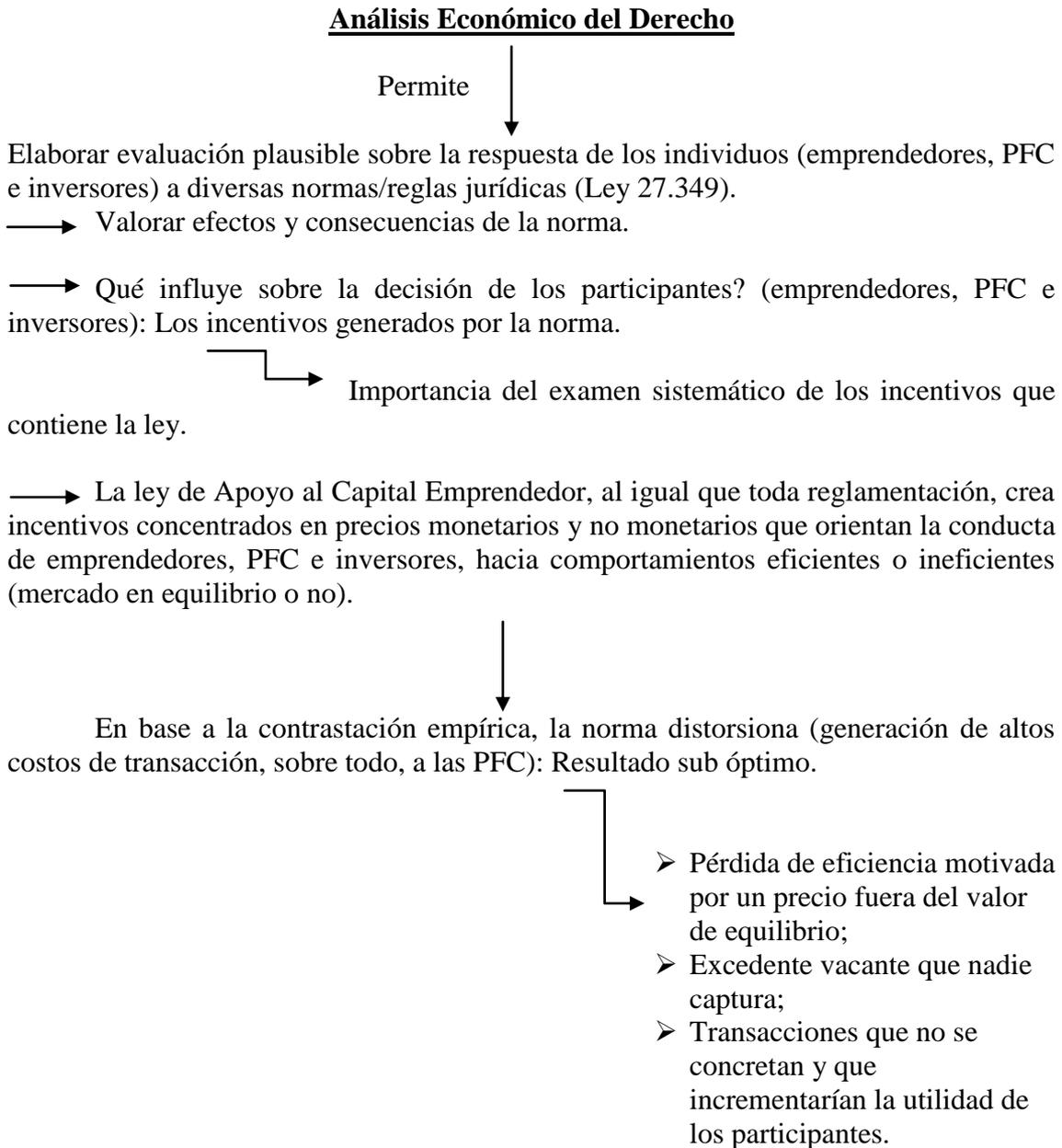
- **RapidoyFacil**

Sitio web: <https://rapidoyfacil.com.ar/>

Plataforma de préstamos que identifica los créditos a los que las personas pueden acceder y conectan con entidades financieras que pueden brindar los fondos. Realiza análisis crediticio.

ANEXO III

Síntesis Gráfica



Análisis Económico del Derecho Normativo

↓
Empleo normativo del enfoque económico que permite formular el planteo de modificaciones al sistema legal con foco en criterios de eficiencia (Pareto-Kaldor Hicks)

↓
Objetivo: promover normas eficientes

↘
Reducir costos de transacción

↗ Se captura el excedente vacante de mercado
↘ Si se reducen los costos de transacción
Unidades superavitarias (\$\$ inversor) se trasladan hacia unidades deficitarias (emprendedores)

⏟
Mayor eficiencia

BIBLIOGRAFIA

- Rodríguez Fernández, Soledad, “*Crowdfunding y Economía Participativa*”, Capítulo VI.
- Kirby, Eleonor and Worner, Shane, “ *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*”, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department.
- Rodríguez de las Heras Ballel, Teresa, “*El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos*”.
- Paolantonio, Martín E., “*Introducción a la Financiación colectiva (Crowdfunding) en el Mercado de Capitales*”, Derecho Comercial del Consumidor y de la Empresa, Año V, Nro. 2, Abril 2014, Buenos Aires.
- Paolantonio, Martín E. en “*Crowdfunding en la Ley de Emprendedores*”, Ed. La ley.
- Informe del Observatorio de Economía Digital del BBVA, “*Crowdfunding en 360°: alternativa de financiación en la era digital*”.
- Documento de trabajo de los Servicios de la Comisión Europea, Resumen de la Evaluación de Impacto que acompaña al documento “*Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y de Consejo*” relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas y “*Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros*”.
- Keongtae Kim, “*Does Crowdfunding Democratize Access to Capital? A Geographical Analysis*”, Robert H. Smith School of Business, University of Maryland.
- Ethan Mollick, “*The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*”, The Wharton School of The University of Pennsylvania, United States, Journal of Business Venturing.
- Gmeleen Faye Tomboc, “*The Lemons Problem In Crowdfunding*, 30 *J. Marshall J. Info. Tech. & Privacy L.* 253 (2013)”, Volume 30, Article 2.
- Ajay K. Agrawal, Christian Catalini y Avi Goldfarb, “*Some Simple Economics of Crowdfunding*”, NBER Working Paper Series.
- Camacho Clavijo, Sandra, “*El Crowdfunding: Régimen Jurídico de la Ley de Financiación Participativa en la Ley 5/2015 de fomento de la financiación Empresarial*”, Revista CESCO de Derecho de consumo nro. 17/2016.
- Review of Crowdfunding Regulation 2017, European Crowdfunding Network.

- Dmitry Chervyakov and Jörg Rocholl, “*How to make crowdfunding work in Europe*”, Policy Contribution Issue n° 6, March 2019.
- Stordeur, Eduardo, “*Análisis Económico del Derecho: sus Elementos Básicos*”, Cap. I.
- Ulen, Thomas, “*The Unspected Guest: Law and Economics, Law and Other Cognate Disciplines, and the Future of Legal Scholarship*”, Chicago-Kent Law Revie, vol. 79, 2004.
- Stordeur Eduardo, “*Nociones de Análisis Económico del Derecho Privado*”, Cap. II.
- Rojas, Ricardo M., Schenone Osvaldo, Stordeur Eduardo, “*Nociones de Análisis Económico del Derecho Privado*”, Cap. II.
- Ricardo Manuel Rojas, “*Análisis Económico e Institucional del Orden Jurídico*”.
- Cooter R., y Ulen T., “*Law and Economics*”, 1988.