



White Paper

Lineamientos Generales para la Regulación del Crowdfunding y Servicios Relacionados

Febrero 2019

Contenido

I. Introducción	3
II. Crowdfunding	4
III. Problemática	6
IV. Recomendaciones Internacionales	12
A. Research Report on Financial Technologies (Fintech) (IOSCO, 2017)	12
B. Fintech Developments in the Insurance Industry (IAIS, 2017)	13
C. Sound Practices Implications of Fintech Developments for Bank and Bank Supervisors (BIS, 2018).....	14
D. Regulation of Virtual Assets (FATF, 2012-2018)	16
V. Experiencias Internacionales	17
A. Argentina	18
B. Australia.....	19
C. Brasil.....	21
D. Colombia	24
E. Estados Unidos de Norteamérica	27
F. México	28
G. Unión Europea - España.....	31
VI. Ecosistema Nacional de Fintech en Ámbitos Cercanos al Mercado de Valores 33	
VII. Propuesta de Regulación para la Industria de Crowdfunding y Servicios Relacionados	38
A. Criterios Generales y Definiciones	38
B. Componentes de la Propuesta Regulatoria	43
C. Propuesta de Marco Regulatorio Aplicable al Crowdfunding y Servicios Relacionados	45
D. Condiciones Adicionales para el Adecuado Funcionamiento del Crowdfunding	49
E. Resumen de Exigencias Regulatorias Propuestas según Tipo de Entidad.....	53
VIII. Referencias	54

El presente documento cierra una primera etapa de discusión y análisis realizado durante 2018 por la Comisión para el Mercado Financiero (“CMF”) en torno a la pertinencia de contar con un marco regulatorio para el Crowdfunding y Servicios Relacionados en Chile y los lineamientos generales que se debieran tener en consideración para su diseño.

Este documento, de carácter técnico y acotado al ámbito de las competencias de la CMF, busca hacer pública la visión de la Comisión con el fin de contribuir al debate de políticas públicas sobre esta materia.

En la preparación del documento se ha tenido en consideración las experiencias de jurisdicciones extranjeras en cuanto a la regulación del Crowdfunding y Fintech, y los principios y recomendaciones emitidos por organismos internacionales. A su vez se tuvo en consideración el documento “Principios orientadores para la regulación Fintech en la Alianza del Pacífico”, al que Chile adhirió en la XVII Reunión de Ministros de Finanzas de los países de la Alianza del Pacífico realizada en julio de 2018.

Asimismo, la CMF ha adherido a acuerdos de colaboración con autoridades extranjeras para facilitar el intercambio de información, experiencias y conocimientos relacionados con el desarrollo del ecosistema Fintech en otras jurisdicciones¹.

En el análisis y elaboración de este documento se han considerado también las experiencias y problemáticas que enfrenta la industria financiera en Chile, las opiniones y apreciaciones en la materia de empresas “Fintech”, estudios de abogados, académicos y otros actores del mercado de capitales locales.

Para recoger dichas problemáticas y opiniones, en noviembre 2018, la CMF realizó un seminario público de discusión con actores relevantes en el contexto local e internacional, así como una serie de mesas consultivas con diversos actores del mercado². En este proceso el documento se benefició también de los comentarios y observaciones del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) en el contexto de una cooperación técnica brindada a la CMF.

La expectativa de la CMF es que este White Paper sirva como base para comentarios y precisiones adicionales, que permitan avanzar hacia un diseño regulatorio que fomente la innovación y mayor inclusión en la prestación de servicios financieros y a la vez resguarde adecuadamente a los inversionistas y usuarios de estos servicios y la integridad y estabilidad financiera, sin generar obstáculos innecesarios al desarrollo del sector.

¹ <http://www.cmfchile.cl/portal/prensa/604/w3-article-25616.html> CMF adhiere a acuerdo de colaboración, consulta e intercambio de información sobre proyectos Fintech entre autoridades extranjeras.

² http://www.cmfchile.cl/portal/prensa/604/articles-25848_doc_pdf.pdf “Regulación para Fintech. Una visión desde el regulador del mercado de valores”.

I. Introducción

La masificación de la tecnología y los distintos avances tecnológicos que se han observado en los últimos años han ido generando condiciones favorables para el surgimiento de un conjunto de actores en el mercado financiero que han sido agrupados bajo el término “**Fintech**” (que proviene de la expresión en inglés “Financial Technologies”).

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) las describe como una diversidad de modelos de negocios innovadores y tecnologías emergentes que tienen el potencial de transformar la industria financiera (IOSCO, 2017). Por su parte, la Asociación Internacional de Reguladores de Seguros (International Association of Insurance Supervisors, IAIS) las define como innovaciones financieras tecnológicamente disponibles que pueden traducirse en nuevos modelos de negocios, aplicaciones, procesos o productos con efectos materiales en los mercados, instituciones o servicios financieros (IAIS, 2017).

Ese conjunto de actores se ha caracterizado por prestar servicios soportados en innovaciones tecnológicas o por ser sus procesos intensivos en tecnología, lo que les ha ido permitiendo completar o modificar la cadena de valor tradicional de financiamiento.

Entre las Fintech que han ido adquiriendo mayor relevancia, están las plataformas de “**Crowdfunding**”³, los “**Robo Advisors**”⁴ y los creadores, intermediarios y custodios de documentos electrónicos representativos de unidades nominales u otro tipo de obligaciones o condiciones. Esos documentos electrónicos son comúnmente denominados bajo la expresión “**Criptoactivos**”, “**Activos Virtuales**” o “**Tokens**”.

En 2017, Finnovista y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) identificaron 703 emprendimientos Fintech en Latinoamérica y el Caribe (LAC), siendo las más relevantes, en cuanto a cantidad, las plataformas de Crowdfunding (180 entidades, o 25,6% del total) y las aplicaciones de soluciones de pago (177 entidades; 25,2% del total) (BID & Finnovista, 2017). Los mismos autores señalan que en 2018 el número total

³ De acuerdo a lo señalado por el BID en el documento “*Sandbox Regulatorio en América Latina y el Caribe para el ecosistema FinTech y el sistema financiero*” de 2018, una definición aceptada de plataforma es: “un lugar creado mediante tecnología digital en el que productores y consumidores interactúan y hacen intercambios que generan valor para las dos partes”. Ese concepto no excluye la posibilidad de la existencia de interacción física entre las partes de una transacción, sin embargo, se observa que las plataformas Fintech no requieren esa interacción, a diferencia de la industria financiera tradicional (Herrera & Vadillo, 2018).

⁴ Son entidades que prestan los servicios de asesoría financiera, perfilamiento de clientes, administración de recursos o derivación de instrucciones de compra o venta de instrumentos, de manera automatizada.

crece a 1.166 emprendimientos Fintech en LAC, entre los cuales 84 (7,2%) son chilenos (BID & Finnovista, 2018). En las siguientes páginas se revisan y extienden ambos resultados, modelos de negocio y tecnologías.

II. Crowdfunding

Las empresas que proveen las instalaciones y sistemas electrónicos a través de los cuales se ponen en contacto quienes disponen de recursos y quienes los necesitan, se denominan plataformas de Crowdfunding. Lo que diferencia al Crowdfunding respecto del mercado de valores tradicional es que: i) en esas plataformas se exponen proyectos o necesidades de financiamiento, en vez de valores; ii) no participa un intermediario y, por tanto, el contacto es entre quienes tienen los recursos directamente con quienes los necesitan mediante la plataforma, y iii) la entrega de recursos no siempre tiene por finalidad una inversión.

En relación con este último punto, se puede decir que existen dos modelos de Crowdfunding. Uno de ellos es el **Crowdfunding No Financiero**, en el cual, la participación de los inversionistas está incentivada por una eventual recompensa, normalmente asociada al producto o servicio que proveerá el proyecto que se financia, o la sola retribución de haber apoyado una causa, en el caso de donaciones.

En el otro modelo, denominado **Crowdfunding Financiero**, el interés de participar por parte de los inversionistas está en la retribución financiera que obtendrán por financiar el proyecto (Herrera, 2016). Este último tipo de Crowdfunding, a su vez, se divide en Equity Crowdfunding (financiamiento mediante emisión de acciones), o Lending Crowdfunding (mediante deuda que retribuye intereses) (Kirby & Worner, 2014).

Se ha observado, a nivel internacional, un crecimiento del volumen de los montos levantados por las plataformas de Crowdfunding en 6.780% (68 veces) entre 2009 y 2015, lo que corresponde a un crecimiento anual promedio de 102%. No obstante, la mayor parte de dicho crecimiento se observó entre 2013 y 2015, período en el cual los montos aumentaron en un 464% (5,6 veces) (Abarca, 2018). Para América Latina y el Caribe, el crecimiento de los montos intermediados por las plataformas aumentó en un 510% (6 veces) entre 2014 y 2016 (Ziegler, y otros, 2017).

Uno de los principales beneficios que se ha asociado a las plataformas de Crowdfunding es que promoverían una cultura emprendedora, al dar mayor visibilidad a emprendedores y emprendimientos, lo que además fomentaría la formaliza-

ción de éstos y la inclusión financiera (Ketterer, 2017), lo que resulta de gran importancia para las economías, dado el rol fundamental que tienen las empresas de menor tamaño en el crecimiento económico; la creación de empleo; el desarrollo regional y local, y la cohesión social (OECD, 2018). Más aún, considerando que el mercado financiero tradicional no estaría siendo capaz de cubrir las necesidades de financiamiento de ese tipo de emprendimientos, y que producto de ello, es que surgen nuevas alternativas de financiamiento, tales como el Crowdfunding (OECD, 2018).

Por otra parte, se ha argumentado que las plataformas de Crowdfunding, al competir con los mecanismos de financiamiento existentes, aumentan la competencia en el ámbito de financiamiento de las PYMEs, reduciendo sus costos de financiamiento (Herrera, 2016).

La ausencia de un marco de regulación específico para esos mecanismos de financiamiento podría significar el surgimiento de nuevos riesgos o la materialización de éstos, afectando con ello la protección de los inversionistas, la confianza y reputación del mercado, e incluso, la estabilidad financiera.

Por otra parte, la incorporación de algunos modelos de negocio Fintech al marco regulatorio existente, diseñado para volúmenes más altos y múltiples actividades financieras, puede resultar en cargas regulatorias excesivas, frenando el desarrollo de esos modelos.

En el caso particular de Chile, en los últimos años se destaca el desarrollo de esos mecanismos, siendo uno de los cinco países con más emprendimiento de esta naturaleza en la región de América Latina y el Caribe (BID & Finnovista, 2017). Más aún, la evolución que han tenido las plataformas de Crowdfunding en Chile, particularmente las de Lending y Equity, ha sido relevante (Abarca, 2018). El crecimiento de los montos intermediados por las plataformas aumentó en un 161% (3 veces) entre 2014 y 2016 (Ziegler, y otros, 2017).

Ese crecimiento, en contraste con el relativo estancamiento de los volúmenes financiados a través de mercado financiero tradicional⁵, podría estar explicado por:

- a) La masificación de la tecnología ha incorporado a un tipo de inversionista distinto del que participaría en el mercado de financiamiento tradicional, y que presenta un grado de aversión al riesgo menor a éste;

⁵ En el período 2014 a 2016 el total de montos transados (acciones, CFI, Monetarios, Intermediación Financiera, Renta Fija) en la Bolsa de Comercio de Santiago disminuyó en 10,25%, de acuerdo con los datos de la Síntesis y Estadísticas Anual 2017 de esa Bolsa.

- b) Con la falta de regulación habría menos costos para la creación de plataformas y oferta de proyectos, razón que haría más competitivo a ese mercado intensivo en tecnología respecto del tradicional⁶, y
- c) Con la aplicación de tecnologías se facilitan las economías colaborativas y el intercambio de información, lo que puede promover la autorregulación⁷ y mejores condiciones de financiamiento, lo que redundaría en un mercado con mayor eficiencia que el mercado tradicional.

III. Problemática

El marco jurídico prudencial y de conducta aplicable a los servicios financieros prestados en el territorio nacional está compuesto por un conjunto de leyes especiales cuya vigilancia y control ha sido principalmente encomendada a la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).⁸

Estas leyes son la Ley General de Bancos, la Ley de Mercado de Valores, la Ley Sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales, la Ley sobre Sistema de Compensación y Liquidación de Instrumentos Financieros, La Ley que Regula el Establecimiento de Bolsas de Productos Agropecuarios, la Ley Sobre Depósito y Custodia de Valores, y la Ley de Seguros, entre otras.

Todos esos cuerpos legales, contienen normas que se sostienen, ordenan y estructuran bajo un modelo tradicional de prestación de servicios financieros, es decir, en que existe una oficina instalada donde se contactan de manera presencial los oferentes y demandantes o contratantes de servicios financieros, y donde múltiples servicios son ofrecidos de manera integral por una misma empresa.

Ello tiene como consecuencia que:

- a) Quienes quieren prestar un servicio que no se encuentre expresamente regulado como tal en la ley, no tengan certeza jurídica respecto de cuáles son las reglas que son aplicables al servicio que prestarán y, por ende, si con

⁶ El mercado tradicional suele requerir contratación de empresas de auditoría externa, clasificaciones de riesgo, intermediarios de valores y la implementación de sistemas para el cumplimiento normativo de obligaciones de registro y entrega de información, entre otros.

⁷ Seguimiento de calidad de pago y comportamiento, por ejemplo.

⁸ La Ley 21.130 que Moderniza la Legislación Bancaria dispone la integración de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras en la Comisión para el Mercado Financiero, asumiendo esta última todas las facultades y competencias que correspondían a la Superintendencia a contar de la fecha de integración que tendrá lugar en junio de 2019.

su actuación podrían estar transgrediendo la ley, lo que a su vez redundaría en una incapacidad para evaluar la conveniencia de llevar o no a cabo esa actividad⁹;

- b) Quienes opten por prestar ese servicio estén expuestos a una eventual persecución y sanción administrativa, civil o penal;
- c) Quienes tienen a cargo la supervisión prudencial y de conducta del servicio que está siendo prestado y que no es claramente subsumible en la legislación especial del servicio financiero regulado, tengan dudas razonables respecto a si procede o no la persecución y sanción de esas actividades¹⁰;
- d) Quienes contratan esos servicios como clientes o usuarios puedan tener una errada percepción respecto a la calidad de regulado del prestador de esos servicios y, por tanto, de las protecciones legales que le son aplicables, y
- e) Quienes contratan esos servicios de una plataforma no tengan claridad respecto a la persona que estará obligada a reparar eventuales perjuicios experimentados por el cliente o usuario. Por ejemplo, tratándose de pérdidas o perjuicios ocasionados por un algoritmo¹¹ mal diseñado, si éste fue desarrollado por una empresa distinta de la que lo comercializa o emplea, más aún, si fue el propio usuario el que descargó gratuitamente el software que lo empleaba, aceptando las condiciones de servicio y uso aplicables al mismo.

A pesar de esas problemáticas, el surgimiento de nuevos modelos de negocios financieros que incorporan la tecnología en los procesos tradicionales es deseable para una economía, tanto por los beneficios que en términos de reducción de costos y mejoramiento de la calidad de servicio traen aparejada, como por la mayor inclusión que en materia financiera tiene como consecuencia la masificación de esos avances tecnológicos.

En ese sentido, el desafío para el ordenamiento jurídico en los tiempos actuales es que:

⁹ Ello, como se verá más adelante en las experiencias internacionales, ha motivado que ciertas jurisdicciones generen instancias de apoyo, acompañamiento, educación o guía a los proyectos de innovación, por parte de los reguladores a cargo de la supervisión de los mercados tradicionales.

¹⁰ Conforme al principio de legalidad consagrado en la Constitución Política de la República de Chile, los órganos del Estado solo pueden realizar aquello que les ha sido expresamente autorizado por la Constitución y la ley.

¹¹ Un algoritmo es una amplia variedad de procedimientos o fórmulas para resolver un problema. Puede ser descrito como un conjunto de pasos que deben realizarse para alcanzar un resultado determinado. En el ámbito informático, es una secuencia de instrucciones inequívocas para obtener, en una cantidad finita de tiempo, un resultado deseado a partir de un insumo "legítimo" (Llorent, 2009).

- a) **Sea neutral al uso de tecnología:** la regulación debe ser indiferente a si el servicio, acto o conducta se realiza de manera presencial o remota, o de manera manual o automatizada, y debe soportar cambios en la tecnología sin que sea necesario modificar esa regulación;
- b) **Reconozca la desagregación de la cadena de valor:** la regulación debe permitir la prestación de un servicio descompuesto en sus distintas partes y que cada una de éstas pueda ser prestada por diferentes entidades;
- c) **Sea proporcional:** es decir, establezca exigencias de conducta de mercado y prudenciales (garantías, liquidez, solvencia, entre otras) en función de los riesgos propios de el o los componentes, de la cadena de valor que realiza la entidad en particular, y
- d) **Compatibilice flexibilidad y certeza jurídica:** la flexibilidad facilita el dinamismo en las reglas que se requieren para adecuar los modelos de negocios a la evolución de los mercados y la tecnología, no obstante que esa flexibilidad debe quedar adecuadamente delimitada para que quienes prestan esos negocios tengan claridad respecto a las reglas que finalmente les serán aplicables.

Necesidad de Regular el Crowdfunding

Tal como se mencionó anteriormente, en este último tiempo en Chile el Crowdfunding Financiero ha ido tomando cada vez más relevancia, en términos del número de emprendimientos y montos financiados por su intermedio, lo que ha redundado en un mejor acceso a financiamiento por parte de las empresas de menor tamaño, con las consecuencias positivas que ello tiene para nuestra economía.

El Crowdfunding como modelo de negocios, cumple las mismas finalidades que el mercado de capitales tradicional, sin perjuicio que pareciera estar cubriendo de mejor manera las necesidades de financiamiento de proyectos que, por tamaño¹² o por no requerir de un permanente acceso a financiamiento, optan por emplearlo en vez de acceder al mercado de capitales específicamente regulado por leyes especiales que establecen exigencias en materia prudencial y de conducta.

Además, el Crowdfunding se ha ido organizando bajo modelos de negocios distintos en función de las diferentes necesidades de sus usuarios (empresas, deudores o inversionistas), lo que permite satisfacer de mejor manera dichas necesidades. Estos modelos se apoyan en otros prestadores de servicios que, desde una perspectiva de modelo de negocio, forman parte integrante del mismo. A saber: evaluadores o asesores de riesgo de crédito o de inversión; plataformas para efectuar negociaciones;

¹² Medida en términos de la cuantía de recursos necesarios para financiar el proyecto.

custodios de instrumentos, obligaciones o créditos, y canales de distribución de los mismos a los inversionistas finales.

Esas circunstancias, hacen surgir las siguientes interrogantes: ¿Cómo fortalecer la industria de Crowdfunding para maximizar los beneficios que genera para el mercado? ¿Cómo perfeccionar el marco regulatorio vigente que aplica a los actores tradicionales (sometidos a la regulación prudencial y de conducta establecidos por leyes especiales en el mercado de capitales) para cautelar su competitividad y al mismo tiempo evitar arbitraje regulatorio?

Todo apuntaría a que la respuesta de ambas interrogantes es la existencia de un marco regulatorio para la actividad de Crowdfunding y servicios conexos que cumpla con los requisitos antes descritos, vale decir, que sea neutral, proporcional y flexible. Ello, debido a que al cumplir esas condiciones el marco jurídico permitiría incorporar al Crowdfunding, y sus servicios conexos, al mercado de capitales regulado por legislación especial, dando la certeza jurídica que necesitaría esa industria y a los actores ya regulados por esas legislaciones adaptarse empleando más intensivamente las nuevas tecnologías, mejorando la competencia y disminuyendo los costos.

Además, al generar un marco jurídico neutral, proporcional, flexible y común, se evitaría la existencia de asimetrías regulatorias y reducirían las cargas regulatorias excesivas que encarecieran o rigidizaran innecesariamente la prestación de servicios en el mercado de capitales.

No obstante, la cuestión pertinente que surge de esa conclusión es determinar cómo regular el Crowdfunding si éste, en efecto, no requiere de una regulación especial distinta de la establecida para el mercado financiero sometido a las exigencias "tradicionales", y cómo compatibilizar las exigencias actuales vigentes con las nuevas, a objeto que las mismas problemáticas se resuelvan con exigencias equivalentes logrando una regulación equilibrada, razonable y neutra para la tecnología.

Para ello, al menos la regulación propuesta debiera subsanar las siguientes problemáticas:

- a) La regulación de abusos de mercado¹³ que sanciona conductas como uso de información privilegiada, manipulación de precios y transacciones ficticias, entre otros, está diseñada sobre la base de que las conductas son realizadas por personas y no por sistemas o algoritmos.

¹³ Uso de información privilegiada, manipulación de precios y transacciones ficticias, entre otros.

- b) Con la aplicación intensiva de tecnología en el mercado surgen nuevas formas de abusos de mercado que podrían no estar regulados por la legislación tradicional.
- c) Existen barreras a la entrada establecidas por ley y que están vinculadas con modelos de negocios tradicionales. Por ejemplo, las exigencias de oficina instalada, o de capital que no reconocen que el servicio puede ser prestado en partes, por múltiples entidades y de manera transfronteriza.
- d) Para la obtención de financiamiento el modelo “regulado” parte de la base que:
 - (1) Quien tiene el proyecto emitirá y ofrecerá públicamente “valores”, y que, en el caso de hacerlo mediante títulos representativos de capital, será a través de una sociedad anónima y no una empresa individual de responsabilidad limitada u otro tipo societario. Esto, en contraste con ciertos financiamientos que se obtienen mediante la promoción pública del proyecto (no del valor) y la transacción se materializa con un contrato de mutuo, una permuta, una donación o una suscripción de capital posterior.
 - (2) Una vez financiado el proyecto, quien obtuvo el financiamiento estará obligado a entregar información continua al mercado para dar garantías a quienes le entregaron sus recursos hasta que no se les pague lo adeudado, sin importar que la intención de quien obtiene financiamiento es hacerlo por una sola vez o que puede ser más eficiente la relación directa con el acreedor para la obtención y preparación de información.
 - (3) Es necesario exigir la participación de terceros garantes de la confianza del mercado, como corredoras de bolsa o bolsas de valores, ya que sin ello el inversionista no estará dispuesto a asumir el riesgo y costo de un incumplimiento en la transacción. Situación que contrastaría con la evolución observada por el Crowdfunding, en que las transacciones se materializan sin la participación de este tipo de entidades.
 - (4) Que el lugar en que se realizan las transacciones (bolsa de valores) además debe tener la función de regulador y fiscalizador de quienes empleen sus sistemas (actividad conocida como autorregulación forzada).
 - (5) Todos los costos regulatorios¹⁴ para preservar la confianza del mercado son menores que el beneficio de obtener financiamiento en el mismo,

¹⁴ Emanados de las obligaciones de inscripción. Costos en que se incurren una vez: preparación de los antecedentes para la inscripción (estados financieros, síntesis de hechos relevantes, estatutos sociales, etc.), contratación de asesores externos (abogados y colocadores, principalmente), y costos por adaptación de sistemas para generación de información financiera conforme a estándar IFRS y auditoría de estados financieros. Costos permanentes: información continua (hechos relevantes,

situación que solo pareciera estar siendo efectiva en caso de grandes proyectos¹⁵.

- (6) La evaluación del riesgo de un crédito o de un proyecto está determinada por información financiera tradicional, proveniente principalmente de estados financieros y prospectos.
- (7) El servicio de intermediación, asesoría y custodia es prestado de manera integral, siendo aplicable a la entidad las exigencias de garantías, liquidez y solvencia, independiente del nivel de riesgo efectivamente asumido por la parte del servicio realizada, lo que encarece innecesariamente la prestación de éste y dificulta la competencia por medio del surgimiento de actores que presten solo parte de ese servicio.

A este último respecto, es importante señalar que el servicio de asesoría no está abordado por la Ley de Mercado de Valores vigente (Ley N°18.045), a pesar de que es un servicio en que podría estar comprometida la fe pública. Ello cobra especial relevancia teniendo en consideración el surgimiento de los Robo Advisors, por cuanto el realizar el perfilamiento del cliente o la recomendación de inversión de manera automatizada y no haber sido adecuadamente diseñado ni probado el algoritmo empleado para ello, podría llegar a tener un impacto negativo relevante para el mercado si con ello se afectó un número elevado de inversionistas.

Esa carencia de la regulación cobra aún más relevancia, debido a que la administración de carteras está regulada por la Ley de Administración de Fondos de Terceros (artículo primero de la Ley N°20.712, conocida como Ley Única de Fondos) y la tecnología ha permitido que sea más difuso el límite entre dar asesoría financiera y administrar carteras (ya que, por ejemplo, pueden existir aplicaciones que recomienden de manera automatizada en qué invertir y permitan al usuario, apretando un botón en su teléfono, canalizar la orden de compra).

Esta misma problemática surge con las entidades que realizan funciones de evaluación de la capacidad de pago de las personas o empresas en función de su comportamiento pasado u otras características particulares (Credit Scoring). Cuando esa actividad se emplea para calificar la capacidad de pago de quienes obtienen financiamiento en las plataformas de Crowdfunding, el servicio no difiere significativamente de aquel prestado por la Clasificadoras de Riesgo reguladas por la Ley de Mercado de Valores y pudiese llegar a tener efecto en la fe pública. No obstante, la

estados financieros intermedios y anuales auditados, memoria anual, entre otros), gobierno corporativo y responsabilidad de directorios, y protecciones a accionistas, entre otros.

¹⁵ El número de sociedades que listan sus acciones en bolsa a la fecha no superan las 220, y se han mantenido casi constante aproximadamente en 214 en los últimos 20 años. Considerando emisores de deuda, el número aumenta aproximadamente a 360.

carga regulatoria de ambas difiere pues solo estas últimas están reguladas en la ley especial vigente.

IV. Recomendaciones Internacionales

Con el objeto de conocer qué consideraciones relevantes se debe tener en cuenta al momento de regular la industria del Crowdfunding se analizaron las recomendaciones que han emitido las organizaciones internacionales que agrupan a los reguladores del mercado de valores (IOSCO) y seguros (IAIS), así como también recomendaciones del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BIS) y del Financial Action Task Force (FATF), en este último caso en materia de prevención del lavado de activos y financiamiento del terrorismo de las actividades financieras relacionadas con activos virtuales. A continuación, se expone una síntesis de las recomendaciones analizadas.

A. Research Report on Financial Technologies (Fintech) (IOSCO, 2017)

El documento contiene una revisión de los potenciales beneficios y riesgos asociados a las empresas Fintech, además de la revisión de cómo han sido tratadas las Fintech por diferentes jurisdicciones.

Respecto a las plataformas de financiamiento alternativo tanto en el caso de P2P lending¹⁶ como de Equity Crowdfunding, el documento advierte que, dado que suelen estar asociadas a la emisión, oferta y/o intermediación de valores o de esquemas de inversión colectiva, pueden ser de incumbencia de la regulación de valores. En algunas jurisdicciones, su regulación le ha dado cabida en el marco regulatorio existente (a través de licencias o excepciones), mientras que en otras se ha desarrollado un régimen regulatorio “a la medida”. En cualquier caso, la mayoría de los reguladores han procurado balancear sus beneficios, especialmente para empresas de menor tamaño, con el riesgo para los prestamistas/inversionistas.

El reporte señala que los principales beneficios asociados a las plataformas son un mayor acceso al financiamiento por parte de entidades que no tienen acceso a los bancos o que suponen un riesgo muy alto para considerar viable hacer oferta de sus valores; menores costos en relación con los formatos tradicionales de financia-

¹⁶ P2P lending (peer-to-peer lending): modelo de negocios en que, comúnmente, un gran número de inversionistas, institucionales e individuales, proveen financiamiento y préstamos, directamente, sin intermediación de otra entidad o agente.

miento; validación fundada en el mercado respecto a si las entidades solicitantes deben o no conseguir financiamiento¹⁷, y suponen una nueva alternativa de inversión y diversificación para el mercado.

Respecto de los riesgos relacionados con el financiamiento alternativo, el documento destaca:

- a) Riesgo proveniente de que las plataformas realicen actividades no autorizadas por la regulación¹⁸, el que ha sido cubierto a través de una clara definición del ámbito de acción o excepción para las plataformas o las ofertas que realizan;
- b) El riesgo de default, en el caso del P2P, y de bancarrota, en el caso del Equity Crowdfunding, lo que ha sido enfrentado a través del establecimiento de tipos diferenciados de inversionistas, límites de inversión, educación financiera y exigencias de advertencias sobre los riesgos de cada modelo de negocios;
- c) Riesgo transfronterizo, en caso de que las plataformas presten sus servicios en más de una jurisdicción;
- d) Riesgo proveniente de la falta de estandarización de la información y de liquidez, en cuyo caso China, Malasia y Corea son ejemplos del establecimiento de mercados secundarios, y
- e) Riesgo operativo, esto es, de colapso, fraude o malas prácticas de la plataforma, que en el caso europeo ha derivado en el establecimiento de requerimientos de capital mínimo o la exigencia de la adopción de procedimientos de control y respaldo tecnológico (caso italiano).

Ahora bien, según lo planteado por IOSCO, ninguna de las plataformas supondría riesgo sistémico, aunque deben monitorearse sus actividades y desarrollo, porque su eventual interconexión con el resto del mercado financiero podría configurarlo.

B. Fintech Developments in the Insurance Industry (IAIS, 2017)

Este reporte, mediante un análisis de escenarios potenciales del impacto de Insurtech¹⁹, establece conclusiones respecto a materias que pudieran ser relevantes

¹⁷ En el caso del ECF, el documento agrega que son una validación temprana de productos y proyectos, y que pueden incluso conseguir colaboración intelectual para su desarrollo.

¹⁸ Este riesgo puede ser asociado a la desintermediación de los servicios financieros y las actividades provenientes de tal intermediación que queden autorizadas bajo el régimen regulatorio que adopte cada jurisdicción.

¹⁹ Equivalente a Fintech para el caso del mercado de seguros.

de considerar por parte del mercado y los reguladores, en virtud de la irrupción de innovación tecnológica en el mercado de seguros.²⁰

Los escenarios de análisis del documento consideran que la innovación tecnológica tiene efectos que implican una fragmentación de la cadena de valor del servicio de seguros. A partir de lo anterior, se destacan las siguientes conclusiones:

- a) **Requerimientos de capital prudencial:** se señala que en la medida que la innovación modifique el perfil de riesgo de las entidades, los reguladores deben verificar que los requerimientos del marco regulatorio de capital continúan siendo adecuados.
- b) **Conducta de mercado:** en este tópico se estipula que los reguladores deberán establecer marcos de transparencia, particularmente respecto de la pertinencia de los productos que son ofrecidos a los clientes y de los conflictos de interés.
- c) **Desafíos para los reguladores:** entender cómo funcionan las innovaciones tecnológicas para garantizar una adecuada evaluación de nuevos productos y modelos de negocios; ponderar los riesgos y beneficios de las innovaciones, tanto para los asegurados como para el mercado, y considerar cómo fomentar esa innovación, por ejemplo, mediante Sandbox²¹; evaluar si es apropiado ajustar el marco regulatorio para abordar los nuevos riesgos y modelos de negocio, y establecer los recursos y competencias necesarias para estar capacitados para tratar a las Fintech en el futuro.

C. Sound Practices Implications of Fintech Developments for Bank and Bank Supervisors (BIS, 2018)

Respecto de este documento se destacan 10 implicancias de las Fintech que el BIS identifica para la industria bancaria y sus reguladores.

- a) Los supervisores deberán garantizar la seguridad y solvencia del sistema bancario, sin frenar indebida o involuntariamente innovaciones beneficiosas para el mercado financiero.

²⁰ El análisis se centra en tres futuros escenarios potenciales, de acuerdo con cómo la innovación tecnológica podría afectar a la industria de seguros y a la supervisión de la misma. Dichos escenarios son: (1) las entidades aseguradoras aprovechan la innovación en su beneficio y mantienen la relación con el cliente; (2) la cadena de valor de la industria de seguros se fragmenta, las entidades aseguradoras pierden el control vigente, y dependen de la relación con nuevos proveedores tecnológicos que irrumpen en la cadena de valor, y (3) grandes empresas tecnológicas, en alguna medida, excluyen a las aseguradoras tradicionales del mercado.

²¹ Sandbox puede definirse como un marco establecido por un regulador que permite a innovaciones Fintech llevar a cabo su negocio en un ambiente controlado, con volúmenes acotados y bajo una supervisión establecida para esos efectos (Jenik & Lauer, 2017), con el objeto de facilitar la innovación y a su vez limitar el potencial impacto en los clientes en caso de desenlaces adversos de los nuevos modelos de negocio (BIS, 2018).

- b) La seguridad y solvencia del sistema bancario podrá ser garantizada mediante mecanismos de supervisión que tengan por objeto verificar que las entidades cuentan con estructuras de gobierno y procesos de gestión de riesgos eficaces, capaces de identificar, gestionar y monitorear adecuadamente los riesgos derivados del uso de tecnologías, incluidos nuevos procesos, productos o aplicaciones de modelos de negocio.
- c) Las entidades bancarias que implementen innovaciones tecnológicas deberán asegurarse que cuentan con un marco de gestión de riesgo que les permita administrar las nuevas fuentes de riesgo que surjan de esas innovaciones.
- d) Los supervisores deberán implementar procedimientos para garantizar que las entidades bancarias cuentan con prácticas y procesos de gestión de riesgo apropiados para actividades externalizadas, particularmente cuando aquellas son proporcionadas por empresas Fintech.
- e) En la medida que resulte pertinente, los supervisores bancarios deberán coordinarse y colaborar con otros reguladores o supervisores sectoriales, o autoridades relevantes.
- f) En virtud del alcance internacional de las empresas Fintech, la seguridad y solvencia del sistema financiero internacional podrá mejorarse potenciando la coordinación y el intercambio de información entre supervisores de distintas jurisdicciones.
- g) Los supervisores deberán evaluar sus recursos, conocimientos, destrezas y herramientas con las que cuenta su personal, en relación con la eficacia y pertinencia para supervisar riesgos de nuevas tecnologías y modelos de negocio innovadores.
- h) Los supervisores deberán indagar el potencial de las nuevas tecnologías para mejorar sus propios métodos y procesos.
- i) Los marcos de regulación, supervisión y autorización son, por lo general, anteriores al auge de Fintech. En algunos casos, los supervisores no tienen competencia sobre las empresas que no son entidades bancarias, y algunos servicios tradicionalmente bancarios ahora los ofrecen otras entidades que pudieran no estar comprendidas en el perímetro regulatorio. En la medida que resulte pertinente, se deberá evaluar la vigencia de los marcos de supervisión para garantizar una adecuada vigilancia de las actividades bancarias sin frenar indebida o involuntariamente innovaciones beneficiosas para el mercado financiero.

- j) Los supervisores podrán aprender de prácticas como centros de innovación (“Innovation Hubs”)²², aceleradoras y Sandbox regulatorios que otros supervisores hubieren implementado, y con ello analizar la pertinencia de su aplicación.

D. Regulation of Virtual Assets (FATF, 2012-2018)

El estándar reconocido internacionalmente de prevención de lavado de activos (Anti-Money Laundering –AML) y financiamiento del terrorismo (Combating the Financing of Terrorism – CFT) es el conjunto de recomendaciones emitidas por el Financial Action Task Force (FATF). Las 40 recomendaciones que ha publicado el FATF tienen por objeto promover la implementación efectiva de medidas legales, regulatorias y operativas para combatir el lavado de activos, financiamiento del terrorismo y proliferación de armas de destrucción masiva, y otras amenazas a la integridad del sistema financiero internacional.

En octubre de 2018 el FATF comunicó una modificación de sus recomendaciones,²³ incorporando a sus consideraciones los Activos Virtuales, con el fin de promover acciones preventivas relacionadas con esos instrumentos. A su juicio, esa relativamente nueva categoría de activos, implica la necesidad de aclarar cómo las recomendaciones aplican para el caso de las actividades de inversión y pago involucradas.

Cabe mencionar, que el alcance de la modificación presentada está acotado al monitoreo o supervisión de los mencionados ilícitos, quedando al margen temas de protección del inversionista. En este sentido, entre aquellas, la recomendación 15 (modificada) señala que:

- a) Se deben identificar y evaluar los riesgos de lavado de activos o financiamiento del terrorismo que pudieran surgir con respecto al desarrollo de nuevos productos y nuevas prácticas comerciales, incluyendo el uso de nuevas tecnologías o tecnologías en desarrollo para productos nuevos o productos existentes.
- b) Debe exigirse a las instituciones financieras que lleven a cabo las evaluaciones de riesgo con antelación al lanzamiento o uso de tales productos,

²² Los “Innovation Hubs” son instancias formales implementadas por reguladores sectoriales para acompañar a los emprendimientos que generan innovaciones tecnológicas financieras, en su adecuación al marco regulatorio vigente, por ejemplo, en el proceso de registro y licencia, las cuales han sido implementadas en diversas jurisdicciones tales como Australia y Colombia, como se verá más adelante.

²³ Cuya última versión data del año 2012.

prácticas y tecnologías, y que tomen las medidas apropiadas para manejar y mitigar los riesgos.

- c) Para gestionar y mitigar los riesgos que surgen de los activos virtuales, las jurisdicciones deben garantizar que los proveedores de servicios de activos virtuales estén regulados con fines AML/CFT, cuenten con una licencia o estén registrados, y que estén sujetos a sistemas efectivos para monitorear y garantizar el cumplimiento de las medidas pertinentes requeridas por FATF.

En este contexto FATF establece que los activos virtuales son una representación digital de valor utilizada como medio de pago o con fines de inversión, pero distinta de la moneda de curso legal, valores y otros activos financieros ya cubiertos por las recomendaciones. Por su parte, los proveedores de servicios de activos virtuales incluyen aquellos que prestan servicios de plataformas transaccionales, custodia de esos activos y servicios relacionados con la emisión o venta de los mismos.

V. Experiencias Internacionales

Con el objeto de conocer cómo otras jurisdicciones resolvieron las problemáticas antes descritas o extraer elementos que pudieran ser útiles para abordarlas, se analizó la experiencia de Argentina, Australia, Brasil, Colombia, Unión Europea – España, Estados Unidos de Norteamérica y México.

Las soluciones regulatorias implementadas por las jurisdicciones analizadas se pueden clasificar en dos tipos de regímenes: uno que apunta a establecer un mercado independiente para el Crowdfunding respecto del mercado financiero ya regulado, y otro que incorpora el Crowdfunding al perímetro regulatorio de los servicios del mercado financiero.

En el primer caso se observa que la solución implementada consiste en crear una figura legal, fiscalizada por el supervisor del mercado de valores, para aquellas entidades que prestan el servicio de plataformas de Crowdfunding, restringiendo las posibilidades de financiamiento a instrumentos o modalidades sujetos a ese nuevo marco legal especial. Por ejemplo, en México los títulos que se negocien en las plataformas no pueden estar inscritos en el Registro Nacional de Valores que lleva el Regulador de ese mercado; del mismo modo, en España las solicitudes de financiamiento no pueden tener como contraprestación instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación.

Por su parte, entre las jurisdicciones que han incorporado el Crowdfunding como un servicio adicional a los ya regulados en el mercado financiero, se observa

que la entidad que administra la plataforma es considerada equivalente a un intermediario de valores, y por ende le resulta aplicable una carga regulatoria de similares características.

Los emprendimientos relacionados, con las Fintech han mostrado una importante evolución en los últimos años, de acuerdo con la encuesta realizada por el BID & Finnovista (2018). Los países líderes de la región en términos de número de emprendimiento, tuvieron un crecimiento promedio de 64% (Argentina, Brasil, Colombia y México), tasa que es muy superior en el caso de economías en que comienza la masificación de estas tecnologías (500% en Panamá; 256% en Perú; 200% en República Dominicana; 162% en Ecuador, por mencionar algunas). Por su parte, Chile tuvo un crecimiento del 33%.

A. Argentina

La encuesta realizada por el BID & Finnovista (BID & Finnovista, 2018), revela que el número de emprendimiento Fintech en Argentina creció un 61% en 2017.

La Comisión Nacional de Valores de Argentina (CNV), reguló al Crowdfunding a través de la Resolución General N°717 de 29 de diciembre de 2017, que complementa la Ley N°27.349 de 29 de marzo de 2017, sobre Apoyo al Capital Emprendedor, que incorporó la figura de Sistemas de Financiamiento Colectivo, restringiendo su ámbito de funcionamiento al Crowdfunding financiero²⁴.

La Resolución de la CNV establece un régimen de registro de plataformas, esas plataformas sirven de nexo entre una pluralidad de personas humanas y/o jurídicas consideradas inversionistas, con otras que solicitan financiamiento en calidad de emprendedores de un proyecto de financiamiento colectivo individualizado, para la creación y/o desarrollo de un bien y/o servicio.

Por su parte, los emprendedores que utilicen las plataformas, pueden divulgar sus proyectos de inversiones por un período de entre 30 y 180 días, con un límite de objetivo de captación anual de hasta 20 millones de pesos argentinos (ARS) equivalentes a US\$ 540.000 aproximadamente a tipo de cambio de diciembre 2018.

En relación a los inversionistas, estos pueden ser personas naturales o jurídicas, limitando en cualquier caso su inversión anual a un 20% de sus ingresos brutos anuales

²⁴ La Ley excluye expresamente a los formatos no financieros, esto es, recaudación de fondos con fines benéficos, donaciones, venta directa de bienes y/o servicios, o préstamos que no sean convertibles en acciones de una sociedad anónima o una sociedad por acciones simplificada.

o último ejercicio fiscal cerrado (lo que deben acreditar por medio de una declaración jurada). Además, su inversión no puede superar el valor menor entre el 5% de la captación objetivo de un proyecto de inversión y ARS 20.000 (US\$ 540, aproximadamente), salvo que se trate de un inversionista calificado, en cuyo caso el límite solo es el 5% mencionado.

Las plataformas deben estar constituidas como sociedades anónimas, son supervisadas por la CNV, deben restringir sus actividades a contactar a inversionistas y emprendedores, y deben proveer sus servicios de manera profesional y exclusivamente por medio de portales web u otros medios análogos²⁵. Además, se exige a los directores de las plataformas poseer un domicilio real en Argentina; a la sociedad contar con un patrimonio mínimo de ARS 250.000 (US\$ 6.750 aproximadamente), y una estructura organizativa, administrativa, operativa y de control interno²⁶ acorde con el tipo, complejidad y volumen de negocios que desarrollen; además deben contar con manuales de funcionamiento, de procedimientos operativos, de gestión de riesgos y de procedimientos contables; entre otras exigencias.

Además, se establecen prohibiciones de asesoramiento financiero y recomendaciones de inversión relacionados con los proyectos que divulguen, y exigencias de publicidad y actualización permanente de las comisiones que cobren por sus servicios en su sitio web y en el conjunto de información que envíen a la CNV. Cabe mencionar que las plataformas tienen el deber de contar con un mercado secundario en su propio sitio web con el objeto de permitir la negociación de los instrumentos que deriven de sus actividades. Dicho mercado secundario debe contar con toda la información disponible de esos instrumentos, la descripción de los derechos y limitaciones a que dan lugar, el historial de precios y volúmenes transados, y las eventuales reglas de conversión de préstamos en acciones.

B. Australia

En septiembre de 2017 entró en vigencia la Corporations Act Corporations Amendment (Crowd-sourced Funding) Act²⁷ que modificó la Corporations Act 2001

²⁵ En este sentido, tanto la Ley como la Resolución General, en sus artículos 23 y 2 inciso segundo, respectivamente, la exigencia de profesionalismo y la restricción a portales web u homólogos.

²⁶ La Resolución General establece que dicho control interno debe estar diseñados para garantizar el cumplimiento de las decisiones y los procedimientos en todos los niveles con los que efectivamente cuente la PFC, incluyendo procedimientos de adopción de decisiones y detalle de las estructuras organizativas con las que contare la PFC, que especifiquen de forma clara y documentada los canales de información y asignen funciones y responsabilidades. Agregando que las funciones comerciales y analíticas se deberán presentar independientemente.

²⁷ Corporations Amendment (Crowd-sourced Funding) Act 2017 <https://www.legislation.gov.au/Details/C2017A00017>

para establecer un marco legal de Crowd-sourced funding (CSF)²⁸, que corresponde al modelo que internacionalmente se conoce como Equity Crowdfunding²⁹.

De conformidad con dicho marco legal, las sociedades pequeñas que no están listadas en bolsa³⁰, pueden hacer oferta pública de acciones, incluso a clientes retail, a través de una plataforma administrada por un intermediario autorizado³¹. Para esos efectos, el intermediario debe solicitar autorización a la Australian Securities and Investments Commission (ASIC). Dicha autorización requiere que el intermediario cuente con procedimientos para la gestión de conflictos de interés, gestión de riesgos y resolución de conflictos que puedan surgir en el desarrollo del negocio, y demostrar que cuenta con los recursos humanos y tecnológicos adecuados³².

Por lo tanto, en el caso australiano la solución regulatoria parte por incorporar la actividad de Crowdfunding al marco jurídico vigente, en el cual la entidad que provee una plataforma de Crowdfunding es equivalente a un intermediario del mercado de valores.

Según se señala en la Regulatory Guide 262 de ASIC, entre los conflictos de interés que el intermediario debe abordar, se encuentran: garantizar que los inversionistas puedan ejercer sus derechos de retracto (cooling-off rights) y reembolsar su dinero aun cuando eso implique que la oferta de financiamiento publicada no tenga éxito; administrar adecuadamente los canales de comunicación sabiendo que en algunos casos la divulgación de información afectará negativamente el éxito de un proyecto publicado, y declinar la publicación de ofertas que incumplan el marco normativo.

Además de la regulación propia del intermediario, conforme al ASIC Corporations (Financial Requirements for CSF Intermediaries) Instrument 2017/339, los intermediarios deben proveer estimaciones de flujos de caja a ASIC, en función de los cuales se determina el monto de efectivo que la entidad debe mantener en todo momento, esto es, un 5% de la proyección a 12 meses del flujo de efectivo. A su vez, solo se

²⁸ Part 6D.3A de la Corporations Act contempla el régimen Crowd-sourced funding. Al respecto ASIC también ha emitido la Regulatory Guide 261 Crowd-sourced funding: Guide for public companies (RG 261) y la Regulatory Guide 262 Crowd-sourced funding: Guide for intermediaries (RG 262).

²⁹ Cabe mencionar, que en esa jurisdicción también existe un formato de Lending Crowdfunding, denominado Marketplace (más información en <https://asic.gov.au/regulatory-resources/financial-services/marketplace-lending/marketplace-lending-peer-to-peer-lending-products/>).

³⁰ Para esos efectos se establece que podrán ser sociedades que cuenten con menos de AUD 25 millones de activos y ventas anuales (UF 439 mil aprox. en cifras de julio 2018)

³¹ Para los clientes retail se establece un régimen de protección especial que incluye límites a su inversión y derecho de retracto (cooling-off right); además, se prohíbe a los emisores e intermediarios a asistir financieramente a los clientes retail para realizar inversiones.

³² Cabe señalar que, para ofrecer otros servicios como, por ejemplo, servicios de asesoría, el intermediario que administra la plataforma CSF debe contar con autorización adicional para ese servicio.

permite a las empresas tener vigente solo una oferta de tipo CSF y cumplir con el régimen de divulgación de información establecido para el “CSF offer document”. Ese prospecto, incluye los riesgos de la inversión e información de la sociedad, de la oferta y respecto a los derechos que tendrán los inversionistas. El monto máximo permitido para financiamiento por proyecto es de AUD 5 millones anuales (US\$ 3,56 millones, aproximadamente al tipo de cambio de diciembre 2018). A su vez, los clientes retail no pueden sobrepasar los AUD 10.000 (US\$ 7.100 aproximadamente) anuales de inversión en cada sociedad (lo cual debe ser verificado por el intermediario).

Por otra parte, cabe destacar que ASIC ha establecido una modalidad de excepción para probar temporalmente la viabilidad de un servicio financiero³³ (Sandbox), el cual consiste en una excepción al requerimiento de licencia que debe tener todo prestador de servicios financieros en Australia³⁴, por un periodo de 12 meses. Además de esa modalidad, ASIC implementó lo que denominó un “Innovation Hub”³⁵, a través del cual las Fintech interesadas, pueden recibir orientación por parte de ASIC sobre el proceso de licencia y las materias regulatorias que les resulten aplicables a su modelo de negocio.³⁶

C. Brasil

De acuerdo con la encuesta del BID & Finnovista (BID & Finnovista, 2018), el número de emprendimiento Fintech en Brasil creció un 65% en 2017. Ahora bien, en el caso del segmento de puntaje crediticio, identidad y fraude, el crecimiento fue de un 750%; el de préstamos creció un 132%, y el de gestión de finanzas empresariales creció un 89%.

³³ <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-257-testing-fintech-products-and-services-without-holding-an-afs-or-credit-licence/>

³⁴ De acuerdo con las disposiciones de la Corporation Act, la licencia Australian Financial Services (AFS), habilita a sus tenedores para proveer servicios financieros. Asimismo, las disposiciones de la National Credit Act, establecen que la Australian Credit License permite el involucramiento en actividades crediticias.

³⁵ RG 257 Testing fintech products and services without holding an AFS or credit licence.

<https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-257-testing-fintech-products-and-services-without-holding-an-afs-or-credit-licence/>

ASIC Innovation Hub. <https://asic.gov.au/for-business/your-business/innovation-hub/>

³⁶ Cabe mencionar que ASIC establece restricciones al tipo específico de productos y a los montos involucrados con el propósito de limitar los riesgos que afecten a los clientes y el riesgo sistémico. Así, son elegibles para el Sandbox, la asesoría o distribución de: “i) Deposit products, with a maximum \$10.000 balance; ii) Payment products, if ADI-issued and with a maximum \$10.000 balance; iii) General insurance, for personal property and home contents and with a maximum of \$50.000 insured; iv) Liquid investments, for listed Australian securities or simple schemes and with a maximum \$10.000 exposure; v) Consumer credit contracts with certain features, and a loan size of between \$2.001 and \$25.000.”

La regulación del Crowdfunding financiero en Brasil se encuentra contenida en la “Instrução CVM 588” de 13 de Julio de 2017³⁷ (ICVM 588) emitida por el regulador de valores, la Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Además, por medio de la Resolución N°4.656 de 26 de abril de 2018, el Banco Central de Brasil reguló las plataformas electrónicas de financiamiento³⁸.

Con la ICVM 588, la CVM autorizó, la oferta pública de valores emitidos por empresas de menor tamaño (entendidas como aquella con ingresos anuales inferiores a 10 millones de Reales Brasileños (BRL), equivalente a US\$ 2,6 millones, aproximadamente, al tipo de cambio de diciembre 2018, en plataformas electrónicas de inversión participativa, eximiéndolas del requisito de la inscripción automática de valores y emisores en los registros de la CVM, y limitando la captación a BRL 5 millones (US\$ 1,3 millones, aproximadamente).

Por su parte, la normativa establece que las plataformas de financiamiento participativo deben contar con una autorización de funcionamiento por parte de la CMV.

Adicionalmente, la norma establece que los inversionistas, pueden invertir anualmente hasta BRL 10 millones (US\$ 2,6 millones, aproximadamente), y pueden ser calificados o minoristas. En este último caso, deben contar con niveles de renta bruta o activos de inversión superior a BRL 100 mil (US\$ 26.000, aproximadamente). Con respecto a la modalidad de captación de recursos, la norma señala que ésta puede ser parcial, con un mínimo de un tercio del monto objetivo, y su divulgación debe realizarse solo a través de una única plataforma de financiamiento participativo.

Las empresas de menor tamaño que capten recursos a través de esta excepción de inscripción, solo pueden hacerlos por una única vez; el formato societario debe estar constituido de manera tal que no genere una exposición al riesgo mayor para los inversionistas (en relación a la participación directa en la sociedad), y debe garantizar un trato equitativo de los inversionistas, contar con reglas de gobernanza adecuadas y permitir a los inversionistas, en caso de conversión o enajenación, optar por un retorno en participación societaria o en los recursos recibidos.

³⁷ Documento disponible en <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>

³⁸ La Resolución no se acota a esa figura. Además, regulan las sociedades de crédito directo y las sociedades de préstamos entre personas, la realización de operaciones de préstamo y de financiación entre personas a través de plataformas electrónicas y estableció los requisitos y procedimientos para la autorización de funcionamiento, transferencia de control societario, reorganización societaria y cancelación de la autorización de dichas instituciones. Para más información, revisar https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50579/Res_4656_v1_O.pdf

Para las plataformas de financiamiento participativo, la autorización de inscripción exige:

- a) Un capital social mínimo de BRL 100 mil (US\$ 26.600 aproximadamente);
- b) Contar con sistemas y procedimiento tecnológicos adecuados y verificables que garanticen la identificación de los inversionistas, la custodia de sus documentos de participación, el registro de los aportes monetarios que hagan en los proyectos de inversión y que reciban los reclamos de los participantes que surjan en el uso de la plataforma;
- c) Que la plataforma permita la divulgación de los proyectos;
- d) Que se garantice la segregación de fondos, y
- e) Contar con un código de conducta para sus socios, administradores y colaboradores que prevenga conflictos de interés, asegure el cumplimiento de las leyes y la regulación de valores, así como las reglas, procedimientos y controles internos para la identificación, análisis y mitigación de riesgos y prácticas constitutivas de delito, lavado de activo o financiamiento del terrorismo.

Por su parte, la Resolución N°4.656 del Banco Central de Brasil regula las denominadas Sociedad de Crédito Directo y las Sociedades de Préstamo entre Personas, cuyo objeto es el préstamos y financiamiento de proyectos exclusivamente por medio de plataformas electrónicas³⁹.

- a) Las Sociedades de Crédito Directo tienen por objeto la realización de operaciones de préstamo, financiamiento y adquisición de derechos crediticios utilizando recursos financieros cuyo origen sea capital propio.
- b) Las Sociedades de Préstamo entre Personas tiene por objeto la realización de operaciones de préstamo y financiamiento entre personas (está expresamente prohibido emplear recursos propios con este fin). Los acreedores pueden ser personas naturales, instituciones financieras, fondos de inversión y compañías securitizadoras enfocadas a inversionistas cualificados, conforme a la normativa de la CVM, personas jurídicas no financieras; los deudores pueden ser personas naturales o jurídicas con residencia y domicilio en Brasil.

La Resolución establece, entre otras disposiciones, requisitos para la autorización de funcionamiento de las mencionadas sociedades.

³⁹ La restricción a prestar sus servicios exclusivamente por medios electrónicos se encuentra en el art. 3 para las Sociedades de Crédito Directo y en el art. 7 para las Sociedades de Préstamo entre Personas (en ambos casos de la Resolución 4.656 del Banco Central de Brasil).

- a) Deben estar constituidas como sociedades anónimas.
- b) Deben contar con un patrimonio mínimo de BRL 1 millón (US\$ 260.000, aproximadamente).
- c) Cumplir con los procedimientos de solicitud de autorización y documentación exigida.

En ambos casos, la autorización de funcionamiento les permite, de acuerdo con la normativa respectiva vigente sobre cada materia, realizar análisis y cobro de créditos para terceros, actuar como representante de los asegurados en relación con las operaciones de las plataformas electrónicas, y emitir monedas electrónicas. Ahora bien, la captación de recursos a través de la emisión de acciones se encuentra expresamente prohibida.

Por otra parte y en paralelo a las regulaciones mencionadas, en diciembre de 2017 comenzó a funcionar el Grupo de Trabajo Fintech⁴⁰, que forma parte del Laboratorio de Innovación Financiera de Brasil⁴¹ y que es el resultado del trabajo conjunto entre la Asociación Brasileña de Desarrollo (ABDE), la CVM y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), con el objetivo de estudiar y evaluar nuevas tecnologías financieras y modelos de negocio; diseñar propuestas de acción conjunta, y evaluar la viabilidad de implementar un Sandbox regulatorio (BID & Finnovista, 2018). El Grupo de Trabajo se encuentra conformado por tres subgrupos que enfocan sus esfuerzos en aristas claves del desafío Fintech, a saber, regulación, fomento del ecosistema e investigación de instituciones financieras públicas y privadas.

D. Colombia

La encuesta del BID & Finnovista (BID & Finnovista, 2018), indica que el número de emprendimiento Fintech en Colombia creció un 76% en 2017. Cabe destacar que el segmento de puntaje crediticio, identidad y fraude creció un 450%; el de gestión personal creció un 300%, y el de gestión de finanzas empresariales creció un 111%.

El Decreto 1357 del 31 de Julio de 2018 modificó el Decreto Único 2555 de 2010 en lo relacionado con la actividad de financiación colaborativa, con el objetivo de

⁴⁰ Conformado por miembros de diferentes entidades, públicas y privadas, claves en el ecosistema.

⁴¹ El Laboratorio de Innovación Financiera es una iniciativa del BID que, en sus propias palabras, busca generar un espacio para intercambiar ideas acerca de las técnicas de financiamiento para las inversiones de mitigación del cambio climática y de adaptación, cuyo principal objetivo es la creación de vehículos de inversión y estructuras financieras que maximicen el apalancamiento del sector privado y optimicen el uso de los fondos de los donantes del programa. Más información disponible en <https://www.iadb.org/es/sectores/financiamiento/financiamiento-innovacion-lab/inicio%2C19701.html>

ampliar el acceso a productos financieros a las PYMES^{42 43}. En este sentido, incorporó al marco legal vigente el Crowdfunding financiero de valores (deuda y capital social), excluyendo expresamente las donaciones y la recepción de un servicio o bien (regalías o preventa). Además, incorpora la figura de “sociedad de financiación colaborativa”, como un nuevo participante del mercado de valores, el cual no tiene la categoría de intermediario, sino que su función es proveer la infraestructura para el Crowdfunding, y define expresamente lo que se entenderá por proyecto productivo en el contexto de esta actividad (en adelante, proyectos)⁴⁴.

El Decreto regula la relación entre receptores de financiamiento, aportantes de financiamiento y las entidades que desarrollen actividades de financiación colaborativa (EFC), y los valores que se emitan como resultado de esta actividad⁴⁵. En términos generales, establece reglas de revelación de información; estándares operativos y de funcionamiento de la infraestructura que la actividad conlleva; mecanismos de protección de receptores y aportantes de las financiaciones, y reglas de prevención de lavado de activos y administración de conflictos de interés. Por su parte, los valores que se emitan como resultado de la actividad de financiación colaborativa se denominan “valores de financiación colaborativa” y no constituyen una oferta pública de valores⁴⁶. Además, ni los valores ni sus emisores pueden estar inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores. Respecto de esos valores, las EFC debe suministrar información al mercado con, al menos, 10 días de anticipación a su fecha de emisión.

Las EFC autorizadas para desarrollar actividad de financiación colaborativa son las mencionadas sociedades de financiación colaborativa⁴⁷, las bolsas de valores

⁴² Decreto que recoge y reexpide las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores de Colombia.

⁴³ Actividad de financiación colaborativa: aquella desarrollada por entidades autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia, a partir de una infraestructura electrónica que puede incluir interfaces, plataformas, páginas de internet u otro medio de comunicación electrónica, a través de la cual se ponen en contacto un número plural de aportantes con receptores que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto productivo de inversión.

⁴⁴ Proyecto productivo: aquel desarrollado por personas jurídicas con el fin de obtener una rentabilidad económica a partir de actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicios.

⁴⁵ En este sentido, el regulador colombiano considera que los instrumentos financieros que se emiten como resultado de las actividades de Crowdfunding son valores, sin embargo, como se verá a continuación, estos valores son de otra categoría, diferente a aquellos que la regulación considera de oferta pública, de modo que su negociación y comercialización no se considera una oferta pública y, de hecho, su inscripción en los registros de emisores y valores está prohibida.

⁴⁶ A diferencia de otras jurisdicciones, en que la omisión de la inscripción aparece como una excepción expresamente, el Decreto colombiano establece una prohibición de inscripción, justificada en que, si bien los instrumentos son considerados valores, los son de otra categoría (valores de financiación colectiva), por lo que su oferta no se considera pública.

⁴⁷ Las sociedades de financiación colaborativa deben estar constituidas como sociedades anónimas con el objetivo exclusivo de la actividad de financiación colectiva; inscribirse en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (RNAMV), y adoptar medidas que garanticen la continuidad y seguridad operativa.

y los sistemas de negociación o registro de valores, y están sometidas a la inspección y vigilancias de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).

Las EFC deben contar con un reglamento de funcionamiento aprobado por la SFC, una vez aprobado pueden prestar los siguientes servicios:

- a) Recepción, clasificación y publicación de proyectos. En este sentido, deben establecer procedimientos objetivos y proveer información al público por un año como mínimo sobre los proyectos. Además, los criterios de clasificación deben ser de público conocimiento.
- b) Creación, desarrollo y utilización de canales para facilitar la entrega de información de los proyectos a los aportantes.
- c) Habilitar las herramientas necesarias para ejecutar las operaciones que formalicen la financiación del proyecto.
- d) Realizar el recaudo de los recursos relacionados con la financiación de los proyectos a través de entidades vigiladas por la SFC, distintas a las propias EFC.
- e) Mantener los recursos recaudados para la financiación de un proyecto, en entidades vigiladas por la SFC que aseguren la segregación patrimonial de dichos recursos, de los activos y recursos propios de las entidades que realicen la actividad de financiación colaborativa y de aquellos que esta última recaude en virtud de otros proyectos y, garantizar la disponibilidad y conservación de los mismos.
- f) Cobranza y publicidad para la divulgación del proyecto.

En cuanto a las prohibiciones, las EFC tienen prohibido:

- a) Prestar asesoría relacionada con los proyectos que se financien a través suyo, ni respecto a cualquier situación que pueda generar conflictos de interés respecto de la actividad.
- b) Administrar directamente los recursos de los proyectos financiados.
- c) Asegurar retornos o rendimientos sobre la inversión realizada.
- d) Otorgar préstamos, créditos o cualquier otro tipo de financiamiento a los aportantes o receptores, o actuar como aportante en los proyectos que se promuevan o financien a través de la misma entidad.
- e) Asumir el carácter de receptores de proyectos que se publiquen o financien a través de la misma entidad para la financiación colaborativa.

En relación con los receptores, pueden recaudar un máximo de 10.000 Salarios Mínimos Mensuales Legales Vigentes (SMMLV), equivalente a US\$ 2,5 millones de apro-

ximadamente, salvo que los recursos provengan únicamente de inversionistas no calificados, en cuyo caso el monto máximo es de SMMLV 3000 (US\$ 740.000 aproximadamente). Sus proyectos pueden estar publicados por un máximo de 6 meses y deben recibir aportes de más de un inversionista. Si el proyecto no consigue un porcentaje mínimo predeterminado del financiamiento solicitado en el período establecido, se suspende la publicación y los recursos aportados deben ser devueltos en un máximo de 30 días.

En relación con los aportantes, pueden ser calificados o no calificados. Los aportantes calificados deben cumplir al menos una de las siguientes condiciones: tener un patrimonio igual o superior a SMMLV 10.000 (US\$ 2,5 millones aproximadamente); un portafolio de inversión en valores distintos a valores de financiación colaborativa igual o superior a SMMLV 5.000 (US\$ 1,3 millones aproximadamente); contar con una certificación de profesional del mercado como operador expedida por un organismo autorregulado del mercado de valores; tener la calidad de entidad vigilada por la SFC; o ser un organismo financiero extranjero o una multilateral. Por su parte, los inversionistas no calificados son aquellos que, al realizar una inversión en valores de financiación colaborativa, no son inversionistas calificados. Solo estos últimos, tienen como límite de inversión un 20% del máximo entre sus ingresos anuales o su patrimonio.

Cabe mencionar que, en abril de 2018, la SFC a través de un comunicado de prensa oficializó el establecimiento de “innovasfc”⁴⁸, un sitio web con el que pretende apoyar, guiar y acompañar el desarrollo tecnológico a través de la implementación de tres iniciativas para fomentar la innovación responsable:

- a) Un punto de contacto para presentar proyectos Fintech a la SFC, denominado “Hub”.
- b) Un espacio para que las innovaciones financieras prueben productos, tecnologías y modelos de negocio en un marco vigilado, denominado “Arena”.
- c) Un mecanismo para apalancar la innovación al interior de la SFC, optimizando procesos internos y reduciendo cargas operativas para el sector, denominado RegTech.

E. Estados Unidos de Norteamérica

En esa jurisdicción mediante modificaciones al marco jurídico vigente se incorpora el Crowdfunding como una actividad regulada del mercado de valores. En abril

⁴⁸ Más información disponible en <https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/innova-10097165>

de 2012 fue promulgada la Jumpstart Our Business Startups Act, más conocida como JOBS Act, la cual, entre otras materias, reguló la transacción de valores a través de portales online, por parte de inversionistas no calificados (acreditados), lo cual entró en vigencia en mayo de 2016.

Ese Crowdfunding opera mediante una excepción al requerimiento de registro (que debe cumplir toda oferta y venta de valores en esa jurisdicción) que fue incorporada por la JOBS Act a las disposiciones de la Securities Act.⁴⁹ La intermediación de ese tipo de operaciones puede ser realizada por un broker-dealer⁵⁰ o por un funding portal.⁵¹ Los funding portals, a diferencia de los broker-dealers, entre otras cosas, no pueden suministrar servicios de asesoría de inversión, ni administrar fondos o valores de inversionistas.

Asimismo, la referida JOBS Act encargó a la Securities and Exchanges Commission (SEC), la emisión de las reglas que permitirían implementar el Crowdfunding de valores, entre las que está la obligación de divulgación de información y los requerimientos de registro como broker-dealer o funding portal. La ley, estableció que no son objeto de la regulación de Crowdfunding, las compañías que no sean estadounidenses, las que ya estén listadas en una bolsa, las compañías de inversiones y las demás señaladas en la misma regulación.

En 2016 la SEC emitió la “Regulation Crowdfunding”, la que, entre otros requisitos, estableció que las empresas podrán levantar un máximo de US\$ 1.070.000 en el período de 12 meses, que quienes quieran financiar los proyectos solo podrán hacerlo por montos desde los US\$ 2.000 y hasta los US\$ 100.000, en función de sus ingresos, por el período de 12 meses.

F. México

Según la encuesta del BID & Finnovista (BID & Finnovista, 2018), el número de emprendimiento Fintech en México, creció un 52% en 2017. Entre los segmentos que más crecieron se puede mencionar el de puntaje crediticio, identidad y fraude con un 500%; el de gestión patrimonial con 100%, y el de gestión de finanzas empresariales con 110%.

⁴⁹ Securities Act of 1933:

<http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20of%201933.pdf>

⁵⁰ Section 15(b) de la Securities Exchange Act of 1934

[http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange3\(a\)%20Act%20of%201934.pdf](http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange3(a)%20Act%20of%201934.pdf)

⁵¹ Section 4A(a)(1) of the Securities Act of 1934.

En marzo de 2018 fue publicada en el diario oficial de México la Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera (ITF)⁵². Dicho cuerpo legal crea la figura de Institución de Tecnología Financiera (ITF) y establece un marco regulatorio para actividades de pago electrónico, financiamiento colectivo (Crowdfunding), operaciones con activos virtuales (Criptomonedas) y autorizaciones temporales (Sandbox).

De acuerdo con lo señalado en la exposición de motivos de la referida ley, se tuvo en cuenta la creciente expansión de servicios financieros desarrollados mediante nuevas tecnologías, con el objeto de otorgar un espacio regulatorio para que la innovación tecnológica de los servicios financieros se desarrolle en un espacio seguro, esto es, un marco regulatorio que permita a las autoridades mitigar los riesgos y permitir la expansión de ese tipo de servicios en un ambiente competitivo. La Ley ITF estableció un marco general, delegando a los reguladores sectoriales los demás aspectos específicos de la regulación⁵³.

Las ITF pueden ser de financiamiento colectivo o de fondos de pago electrónico y deben constituirse como sociedades anónimas con domicilio en México, teniendo como objeto social alguna de las actividades definidas en la Ley ITF. Dicha constitución está sujeta a la autorización por parte de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), previo acuerdo del Comité Interinstitucional, el cual está conformado por la misma CNBV, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y el Banco de México.

La Ley ITF, señala que las disposiciones que la CNBV emita para la determinación del capital mínimo de las ITF deberán tener en consideración que ese capital podrá estar diferenciado por actividades y por riesgos. De la misma forma, el capital neto que las ITF deberán mantener, de acuerdo con lo que establezca la CNBV, se expresará mediante un índice en relación con el riesgo operacional y otros riesgos que incurran en su operación.

Las ITF de financiamiento colectivo son las únicas entidades autorizadas por ley para la realización de actividades que permitan poner en contacto a solicitantes e inversionistas, a través de aplicaciones informáticas, interfaces, páginas de internet o cualquier otro medio de comunicación electrónica o digital, para operaciones de

⁵² Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera del 9 de marzo de 2018.

⁵³ Secretaría de Hacienda y Crédito Público; Banco de México (Banxico); Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV); Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF); Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (CONDUSEF), y Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CON SAR).

financiamiento colectivo de deuda, capital y copropiedad o regalías, con la salvedad que los títulos que se ofrezcan a través de esas instituciones no podrán estar inscritos en el Registro Nacional de Valores que lleva la CNBV.

Conforme a la Ley, las ITF de financiamiento colectivo, deberán:

- a) Establecer y dar a conocer a los inversionistas los criterios de selección de los solicitantes y proyectos objeto de financiamiento, así como la información que se analiza para tales efectos;
- b) Analizar e informar a los posibles inversionistas sobre el riesgo de los solicitantes y los proyectos;
- c) Obtener de los inversionistas una constancia electrónica que dé cuenta de su entendimiento de los riesgos a los que está sujeta su inversión;
- d) Proporcionar a los clientes los medios necesarios para formalizar las operaciones y poner a disposición de los inversionistas información acerca del comportamiento de pago del solicitante;
- e) Segregar las operaciones, y
- f) Adicionalmente, podrán, a través de la interfaz, página de internet o medio de comunicación electrónica o digital que utilicen para realizar sus actividades:
 - i. recibir y publicar las solicitudes de operaciones de financiamiento colectivo de los solicitantes y sus proyectos;
 - ii. facilitar que los potenciales inversionistas conozcan las características de las solicitudes de operaciones de financiamiento colectivo de los solicitantes y sus proyectos, y
 - iii. habilitar y permitir el uso de canales de comunicación electrónicos mediante los cuales los inversionistas y solicitantes puedan relacionarse.

Por su parte, las ITF de fondos de pago electrónico corresponden a las instituciones que son autorizadas para entregar servicios consistentes en emisión, administración, redención y transmisión de fondos de pago electrónico a través de aplicaciones informáticas, interfaces, páginas de internet u otro medio de comunicación electrónica.

De acuerdo con la ley, un fondo de pago electrónico es aquel contabilizado en un registro electrónico de cuentas transaccionales que lleve una ITF de fondos de pago electrónico, el cual, entre otras características, podrá estar referido a un valor monetario o a un número de activos virtuales, en el último caso según lo que determine el Banco de México. Por su parte, un activo virtual es "la representación de valor registrada electrónicamente y utilizada entre el público como medio de pago para

todo tipo de actos jurídicos y cuya transferencia únicamente puede llevarse a cabo a través de medios electrónicos”.

El Capítulo III del Título II de la Ley ITF regula las operaciones con activos virtuales. De acuerdo con lo determinado en dicho capítulo, el Banco de México definirá las condiciones y restricciones de las operaciones que se podrán realizar con dichos activos.

Las ITF solo podrán operar con los activos virtuales que determine el Banco de México, y en caso que operen con esos activos, deberán divulgar a sus clientes los riesgos que existen por celebrar ese tipo de operaciones.

La Ley ITF contempla autorizaciones temporales para modelos “novedosos” (Sandbox), entendiéndose por tales a los “que para la prestación de servicios financieros utilice herramientas o medios tecnológicos con modalidades distintas a las existentes en el mercado al momento en que se otorgue la autorización temporal”. Las actividades y operaciones de los modelos novedosos sometidos a ese régimen temporal, quedan sujetas a un entorno controlado, por un periodo que no puede superar los 2 años. El modelo debe conllevar un beneficio para el cliente respecto de los modelos de negocios ya existentes, ser probado en un número limitado de clientes, contemplar un mecanismo para resarcir los eventuales daños y perjuicios que se produjeran, y las acciones a realizar una vez finalizada la autorización temporal.

G. Unión Europea - España

Si bien actualmente la Unión Europea (UE) no cuenta con una regulación común que trate la innovación financiera, Fintech o Crowdfunding, a principios del 2018, la Comisión Europea (CE) presentó un plan de acción para las Fintech en el que propone una regulación común que establezca lineamientos para el establecimiento de un marco regulatorio para esas entidades, que propicie la digitalización y cree un ambiente en que los productos y soluciones Fintech puedan desarrollarse rápidamente y se beneficien de las economías de escala de un mercado único, sin comprometer la estabilidad financiera ni la protección de los inversionistas⁵⁴.

El plan de acción surge debido a que, entre otras cosas, diversas jurisdicciones dentro de la Unión Europea desarrollaron sus propias normativas para abordar y regular el Crowdfunding, lo que podría generar conflictos entre regulaciones y dificultades para la prestación del servicio a nivel Europeo⁵⁵. Para ello, el plan de acción señala

⁵⁴ Más información en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52018DC0109&from=EN>

⁵⁵ 11 Estados miembros han adoptado distintos regímenes de acuerdo con lo que manifestó la CE en el referido plan de acción.

que ESMA sería quien confiera la autorización y supervisión transfronteriza de las plataformas, con el objeto de generar un pasaporte europeo de Crowdfunding.

En el caso de España, el 28 de abril de 2015 entró en vigencia la Ley 5/2015 sobre fomento de la financiación empresarial, la cual, mediante su Título V, incorporó el régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (PFP), específicamente el Crowdfunding financiero, dejándolo bajo la supervisión, inspección y sanción de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)⁵⁶.

Conforme a esa ley, las PFP son empresas autorizadas para proveer el servicio de poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a inversionistas con personas físicas o jurídicas que solicitan financiamiento en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa (denominados promotores), mediante la emisión de valores y participaciones sociales o mediante la solicitud de préstamos. Lo anterior, siempre que aquellos valores no correspondan a acciones u otros instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado, en un sistema multilateral de negociación o en mercados equivalentes de otra jurisdicción, ni que el servicio corresponda a actividades reservadas para las empresas de servicios de inversión o entidades de crédito. De esa forma, la regulación de esa jurisdicción establece un régimen específico para el Crowdfunding, segregando esa actividad de los servicios del mercado de valores tradicional.

La ley excluye expresamente el Crowdfunding no financiero, debido a que no podrán tener la denominación de PFP las empresas que provean el referido servicio mediante el cual los promotores captan recursos a través de donaciones, venta de bienes y servicios o regalías y préstamos sin interés.

Dentro de los requisitos que establece la ley, está la exigencia a la plataforma de contar con garantías y recursos propios, éstos últimos dependen del monto de financiamiento levantado de los últimos 12 meses. Adicionalmente la Ley establece obligaciones de información, políticas en materia de conflictos de interés y restricciones para financiar y publicitar los proyectos.

En relación con los promotores y proyectos que se listan en la plataforma, la ley establece que deben estar constituidos en España o en otro Estado miembro de la UE, restringe a uno el número de proyectos simultáneamente vigentes en el conjunto de PFPs y exige a las PFP la definición, en sus normas de funcionamiento, de plazos y

⁵⁶ Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-4607>

objetivos mínimos de financiamiento de los proyectos. Si bien permite rondas sucesivas de financiamiento, cada una debe ser por hasta dos millones de euros, con un máximo anual de cinco millones de euros.

Además, se establecen limitaciones respecto a los proyectos en los que podrán invertir los inversionistas no calificados (no acreditados)⁵⁷.

VI. Ecosistema Nacional de Fintech en Ámbitos Cercanos al Mercado de Valores

Con el objeto de conocer las problemáticas y preocupaciones que están afectando a los prestadores de servicios relacionados con el Crowdfunding en Chile y otros servicios relacionados en el ámbito del mercado de valores, identificar los distintos modelos de negocios mediante los que se ofrecen esos servicios y analizar cómo poder generar una regulación que cumpla los objetivos descritos anteriormente, entre noviembre de 2018 y enero de 2019 la CMF constituyó un conjunto de mesas consultivas con diversos actores del mercado.

A partir de dicho proceso, se pudo observar que, de las Fintech en el ámbito del mercado de valores, Crowdfunding es aquella industria que presenta un mayor grado de consolidación a nivel local. Por otra parte, fue consistente y uniformemente planteada la necesidad de generar una regulación que, junto con preservar la fe pública, permita fortalecer su desarrollo y dar mayor certeza jurídica a nivel local. El resto de esta sección resume lo discutido en dichas mesas.

La principal preocupación que manifestaron quienes participaron del proceso, tuvo relación con el tipo de regulación que regiría la actividad y con los costos que se podrían introducir de replicarse modelos empleados en otras jurisdicciones en que se habría establecido exigencias que impedían o rigidizaban la innovación o que de-rechamente inviabilizaban el surgimiento de nuevos actores. Algunos ejemplos de regulaciones que presentarían esa problemática fueron:

- a) Las exigencias de capital para quienes no mantenían recursos de terceros o límites al tipo de inversionista o participante;
- b) Montos máximos o mínimos de inversión; o
- c) Plazos predefinidos para alcanzar una escala de negocios determinada.

⁵⁷ Máximo de 3.000 Euros anuales por proyecto (US\$ 3.400 aproximadamente) y 10.000 Euros anuales en las plataformas en su conjunto (US\$ 11.360 aproximadamente).

Elo, debido a que la mayoría de los nuevos actores comenzarían con déficit de capital (al iniciar su emprendimiento con deuda) no siendo factible cumplir con las exigencias de patrimonio mínimo. Tampoco existiría un número elevado de proyectos de inversión o financiamiento que haga sostenible el cumplimiento de límites mínimos de inversión. A su vez, el monto financiado por proyecto suele no ser tan elevado como para establecer límites máximos sin que se requiera de un número inviable de financistas. Además, el modelo de negocio podría estar permanentemente sostenido en escalas menores producto de la focalización en usuarios con perfiles determinados.

Otro de los aspectos que los participantes señalaron que sería conveniente tener en consideración para preservar la innovación, fue que se emplearan exigencias proporcionales a los riesgos enfrentados por la entidad, de manera que la regulación reconociera los distintos modelos de negocios, y que no se estableciera la misma carga regulatoria a todos ellos. En ese sentido, se sugirió una regulación por tipo de servicio, a diferencia del marco vigente aplicable a los prestadores de servicios sometidos a regulación especial que regula de igual forma a la entidad independiente de los servicios que esté ofreciendo.

También se recomendó que el regulador adoptara un rol más orientador en el proceso de cumplimiento del marco jurídico que un rol persecutor, entendiendo que la mayoría de los actores tiene la intención de cumplir la ley, pero pueden existir dudas razonables respecto del alcance de ciertas disposiciones o que exista espacio para interpretaciones de la regulación que tengan como consecuencia un incumplimiento por razones ajenas a la voluntad del actor.

En cuanto a los modelos de negocios o actividades involucradas en el Crowdfunding que se pudieron levantar en el proceso consultivo, se pueden distinguir algunos servicios claramente diferenciables, tanto en cuanto a sus riesgos como finalidades, no obstante que ellos se puedan prestar por la misma entidad:

- a) Quienes proveen de un “lugar” en el que se difunden necesidades de financiamiento o proyectos de inversión;
- b) Quienes proveen de un “lugar” en el que se pueden realizar transacciones;
- c) Quienes proveen de recomendaciones de inversión;
- d) Quienes analizan capacidad de pago y proveen de puntaje crediticio;
- e) Quienes se dedican a la cobranza de créditos, a ejecutar instrucciones de pago o realizan transacciones por instrucciones de clientes;
- f) Quienes mantienen y custodian activos por cuenta de terceros;

Además, se pudo observar que para desarrollar algunas de esas actividades, en algunos modelos de negocios, se empleaban algoritmos que automatizaban ciertos procesos comúnmente realizados por personas, o utilizaban información de distintas fuentes y naturaleza que la empleada habitualmente para la prestación "tradicional" del servicio. Otro elemento relevante que se pudo observar a este respecto fue que esos algoritmos en algunos casos eran adquiridos a terceros que se dedicaban a la búsqueda de fórmulas o modelos de predicción del comportamiento, y que esos algoritmos iban cambiando en la medida que surgía uno con mejor capacidad de predicción.

Esa práctica, aparentemente cada vez más utilizada por los prestadores de servicios financieros, haría deseable la apertura de información (tendencia conocida como "open data") para el correcto funcionamiento de la industria. En particular en relación con el Crowdfunding, puesto que se estarían empleando esos algoritmos y predictores para evaluar los proyectos a financiar, para evaluar la calidad crediticia de quien requiere de financiamiento o para efectuar un mejor perfilamiento del cliente. Lo anterior requeriría de una regulación que permita una adecuada implementación de interfaces estandarizadas de programación de aplicaciones (Application Programming Interface, APIs)⁵⁸.

En cuanto a los riesgos que sería necesario abordar en una eventual regulación del Crowdfunding, quienes participaron del proceso consultivo manifestaron que podría ser conveniente para preservar la confianza del mercado que:

- a) Quienes se dediquen a proveer de un "lugar" en el que se difunden necesidades de financiamiento o proyectos de inversión, deban entregar cierta información mínima que permita a quien financia conocer adecuadamente los riesgos de la inversión o crédito;
- b) Quienes se dediquen a proveer de un "lugar" en el que se pueden realizar transacciones y tengan una escala que haga relevante su continuidad para el correcto funcionamiento del mercado, deban cumplir ciertas exigencias en materia de gestión de riesgo operacional;
- c) Quienes se dediquen a difundir recomendaciones de inversión o de puntaje crediticio, deban explicitar sus conflictos de interés y entregar algún tipo de información que permita a quien contrata sus servicios o emplea sus recomendaciones o evaluaciones conocer cómo se llega a éstas o a la capacidad efectiva de predicción de sus algoritmos;

⁵⁸ Se definen como un conjunto de reglas protocolos utilizados por los softwares para comunicarse entre sí, y como una interfaz entre distintos softwares que facilita su interacción. BIS (2018). Sound Practices Implications of Fintech developments for bank and bank supervisors.

- d) Quienes se dedican a la cobranza de créditos, a ejecutar instrucciones de pago o realizan transacciones por instrucciones de clientes, deban cumplir algún tipo de exigencias que permitan mitigar el riesgo operacional o responder frente a errores en la ejecución de las instrucciones, y
- e) Quienes mantienen activos por cuenta de terceros, deban contar con exigencias que mitiguen el riesgo operacional y reduzcan la ocurrencia de fraudes o apropiación o utilización indebida de esos activos de terceros.

No obstante, los participantes en las mesas reiteraron la importancia que las exigencias que se establezcan sean proporcionales a los riesgos que enfrenta la entidad en particular, permita la prestación del mismo servicio mediante modelos de negocios distintos y que la regulación sea neutral al tipo de tecnología que se aplique.

Consultados respecto a la necesidad de abordar aspectos relacionados con prevención de lavado de activos y financiamiento del terrorismo (Anti-Money Laundering / Combating the Financing of Terrorism, AML-CFT), si bien es atendible que quienes presten servicios financieros sean parte de las entidades reportantes a las que se refiere la Ley N°19.913⁵⁹, el estándar actual AML-CFT conllevaría costos muy elevados para empresas Fintech por la complejidad que tiene cumplir con las exigencias de identificación del beneficiario final y de conocer al cliente en un entorno mayormente automatizado. En ese sentido, recomendaron establecer exigencias que tengan relación con el riesgo que tenga cada entidad en ser empleada para lavar activos o financiar el terrorismo, o simplificar las exigencias de manera que no resulte altamente gravoso cumplirlas.

En cuanto a aspectos a mejorar en el marco jurídico vigente que podrían fortalecer a la industria de Crowdfunding, los participantes señalaron que hay ciertos elementos que estarían dificultando algunos tipos de financiamientos y que podría ser conveniente perfeccionar. Uno de ellos está relacionado con la necesidad de transformarse en sociedad anónima abierta si la sociedad por acciones alcanza determinado número de accionistas⁶⁰ (o que deba abrirse la sociedad anónima cerrada cumpliendo condiciones equivalentes), lo que dificulta que empresas de menor tamaño puedan acceder a financiamiento mediante aumentos de capital.

⁵⁹ Ley N°19.913 de 2003 que crea la Unidad de Análisis Financiero (UAF) y modifica diversas disposiciones en materia de lavado y blanqueo de activos.

⁶⁰ El artículo 430 del Código de Comercio obliga a la sociedad por acciones que durante más de 90 días seguidos tenga 500 o más accionistas o, a lo menos, el 10% de su capital suscrito pertenezca a un mínimo de 100 accionistas, a transformarse en una sociedad anónima, y a su vez, esos umbrales también obligan a inscribirse en el Registro de Valores según lo establecido en el artículo 5° de la Ley de Mercado de Valores.

Otro dice relación con la dificultad de contar con un mercado secundario regulado para instrumentos de deuda o capital que no cumplan las condiciones ni deban incurrir en los costos elevados de los valores de oferta pública a que se refiere la ley de mercado de valores. A este respecto, se señaló que la principal carga regulatoria está relacionada con la rigidez del mercado de valores, en cuanto a que los títulos de deuda deben cumplir con elevadas condiciones y formalidades establecidas en la ley, además de las obligaciones de registro del emisor y el valor, con los tiempos que lleva ese proceso y exigencias de divulgación de información continua posteriores. Esa razón sería la que generaría incentivos a emplear contratos de mutuo, facturas, pagarés o tokens.

También se señaló la importancia de abordar la diferencia en el tratamiento tributario a las ganancias de capital proveniente de la enajenación de acciones, entre las de un tipo societario respecto de otros, como es el caso de las de acciones de sociedades anónimas abiertas con presencia bursátil que tienen cierto beneficio tributario que no es aplicable para las de las demás sociedades (abiertas sin presencia, cerradas y por acciones). Ello, puesto que se generan desincentivos a invertir en acciones de sociedades que no son abiertas con presencia bursátil, ya que, a igualdad de retorno sobre la inversión, en un caso la ganancia de capital estará exenta de tributación mientras que en el otro no, a pesar que se podrían igualar las condiciones de liquidez y formación de precios si se genera un mercado secundario tan activo como el de las bolsas de valores para esas acciones.

Además, se manifestó que podría resultar conveniente que la regulación permitiera a las entidades someterse voluntariamente a la supervisión y control del regulador sectorial (en este caso, la CMF) o que se diera soporte jurídico a la eventual autorregulación a la que pudieran llegar voluntariamente el propio sector privado en servicios no regulados por legislación especial.

Otro elemento en que, en las mesas consultivas, se señaló que sería necesario avanzar por la importancia que tiene en el correcto funcionamiento de la industria en particular (pero también del mercado en general), fue la regulación de medios de pago⁶¹, en cuanto a que en la medida que se exija a la banca a dar acceso automatizado a las aplicaciones que operan medios de pago para facilitar la interconexión entre esos sistemas facilitando el cargo o abono de las cuentas corrientes de clientes, no solo permitirá reducir los costos de operación, sino que además permitirá

⁶¹ Si bien esta materia es de competencia del Banco Central de Chile (en su calidad de regulador de los medios de pago), quienes participaron de las mesas consultivas manifestaron que, por lo relevante de la materia para el desarrollo de la industria Fintech, ameritaba fuera abordado como parte de la problemática que estaba siendo analizada por la CMF.

mitigar de mejor manera los riesgos y contar con un mayor grado de automatización en los procesos.

Sin perjuicio de todo ello, se reiteró la importancia de avanzar en apertura de datos y APIs como elemento que permita potenciar y consolidar al Crowdfunding y las industrias Fintech en general, a nivel local y regional.

Por su parte, algunos de los participantes del proceso consultivo actualmente sometidos a la regulación prudencial y de conducta en el mercado de capitales, manifestaron su preocupación respecto a que se produzcan asimetrías o arbitrajes regulatorios para servicios equivalentes o que cumplen la misma finalidad y que actualmente tienen una carga regulatoria más elevada, como lo es la intermediación de valores y productos, las bolsas de valores, las empresas de depósito y custodia de valores, y la administración de recursos de terceros. Por tal motivo, recomendaron generar una carga regulatoria simétrica, modernizar y reducir las actuales exigencias aplicables a esos servicios financieros, pero manteniéndolas en un nivel adecuado para preservar los principios y reputación del mercado de capitales.

VII. Propuesta de Regulación para la Industria de Crowdfunding y Servicios Relacionados

A. Criterios Generales y Definiciones

Como aspecto previo a la descripción de la propuesta de regulación para el Crowdfunding, es pertinente señalar que, en línea con lo expuesto anteriormente, las recomendaciones más adelante descritas deben entenderse sostenidas o enmarcadas dentro de los siguientes pilares:

- a) **Proporcionalidad:** Las exigencias serán diferenciadas y proporcionales en función de los riesgos inherentes a las actividades particulares que realice cada entidad. Lo anterior, entendiendo que a medida que la entidad se vea enfrentada a mayores riesgos dado el negocio que realiza, sus requisitos o exigencias serán mayores.
- b) **Neutralidad:** La regulación no generará asimetrías regulatorias entre aquellas entidades intensivas en tecnología o aquellas que empleen en menor medida la tecnología, ni estará concebida sobre la base del empleo de cierta tecnología en particular. Además, considerará que las actividades pueden ser realizadas tanto por personas naturales como de manera automatizada por algoritmos que pueden cambiar dinámicamente.

- c) **Integralidad:** Para que la regulación aplicable al Crowdfunding cumpla su finalidad, no solo debe abordar los aspectos propios de la actividad por sí sola, sino que además debe regular los servicios y aspectos conexos para permitir a las empresas generar economías de escala o de ámbito, y mejorar su competitividad a nivel local y regional.
- d) **Flexibilidad:** La regulación permitirá que coexistan distintos modelos de negocios y que éstos puedan cambiar en el tiempo sin que sea necesario adecuar constantemente esa regulación.
- e) **Modularidad:** La regulación reconocerá que el servicio que tradicionalmente se prestaba de manera integral, con la tecnología se puede descomponer y, por tanto, que pueden existir prestadores de servicios que solo realicen un componente de la cadena de valor del servicio tradicional, razón por la cual las exigencias que la entidad deberá cumplir tendrán directa relación con los distintos componentes (módulos) que vaya a realizar.

La propuesta que se plantea debe entenderse como aquella máxima exigencia que la ley le permitirá a la CMF establecer a quien preste el servicio respectivo conforme a la escala promedio de prestación del mismo. Corresponderá a la CMF eximir, reducir o sustituir la exigencia por una menos gravosa en caso que la entidad en particular presente un menor nivel de riesgos para el compromiso de la fe pública.

A su vez, serán aplicables a una entidad los requisitos o exigencias que se establezcan para cada servicio que decida desarrollar. Por tanto, a la entidad que decida prestar solo uno de los servicios regulados le serán aplicables solo las exigencias establecidas para ese servicio mientras que aquella que decida prestar todos los servicios le serán exigibles todas las regulaciones aplicables a todos esos servicios.

Por otra parte, se ha observado que para fomentar el desarrollo de empresas Fintech, internacionalmente se ha utilizado un mecanismo denominado Sandbox, el cual es un marco establecido por un regulador que permite a innovaciones Fintech llevar a cabo su negocio en un ambiente controlado, con volúmenes acotados y bajo una supervisión establecida para esos efectos (Jenik & Lauer, 2017). Mediante dicho mecanismo, se facilita la experimentación Fintech en la industria financiera, especialmente de aquellos servicios que no encajan en el marco regulatorio vigente, con el objetivo de facilitar la innovación y a su vez limitar el potencial impacto en los clientes en caso de desenlaces adversos (BIS, 2018). Con ello se busca un equilibrio entre promover la innovación y preservar la estabilidad financiera y la protección del consumidor (He, y otros, 2017).

Esa finalidad que persigue el Sandbox regulatorio (esto es, contemplar en el ordenamiento jurídico un “espacio” para que de manera temporal las empresas puedan realizar cambios en la tecnología o “crear” nuevos servicios financieros mientras el regulador sectorial es capaz de determinar cuáles serán las reglas que deberán regir ese nuevo modelo de negocios), presenta ventajas en aquellos entornos en que: i) cualquier servicio financiero que surja solo pueda llevarse a cabo conforme a lo que permita el marco jurídico vigente para la prestación de servicios financieros en general (por ejemplo, en el Reino Unido), y ii) la regulación aplicable a ese nuevo servicio financiero no haya sido neutral tecnológicamente.

Ello, debido a que, si ese ordenamiento jurídico fuera tecnológicamente neutral o solo limitara la prestación de servicios financieros particulares especialmente regulados por ley, la innovación o surgimiento de nuevos servicios financieros podría llevarse a cabo sin la necesidad de modificar dicho ordenamiento y solo se regularía la actividad si así lo requiriera la relevancia de ese servicio para el compromiso de la fe pública.

Este es el caso de Chile en que, por regla general, no existe limitación para la innovación o surgimiento de nuevos servicios financieros. Las excepciones son los servicios financieros especialmente regulados por ley como es el caso del corretaje de valores, el giro bancario o la administración de fondos, entre otros.

Ese modelo regulatorio (Orden Público Económico en que existe libertad de emprendimiento) garantiza que nuevos servicios puedan surgir y desarrollarse sin la necesidad de que exista regulación especial. La única limitación la tendrán aquellos servicios que han sido particularmente normados por una ley.

Por tal motivo, pareciera que para Chile el modelo de Sandbox regulatorio no presentaría las mismas ventajas que para otras jurisdicciones, ya que la innovación podría surgir sin necesidad de una ley ni de la supervisión del regulador, y esa posibilidad estaría garantizada por la propia Constitución Política de la República.

Por el contrario, en Chile, un marco regulatorio proporcional y neutral a la tecnología (para aquellos servicios financieros específicamente abordados por la misma, puesto que los demás servicios no tendrían esa limitación), presentaría ventajas puesto que al permitir al regulador sectorial establecer una carga regulatoria acorde al riesgo que conlleva esa experimentación en función del número de afectados, recursos comprometidos o afectación de la fe pública (proporcionalidad), y no requerir adecuaciones ante cambios tecnológicos (neutralidad), no solo se facilitará la innovación y experimentación sino que también la prestación permanente de servicios

regulados con una carga normativa menor sin que, por el transcurso del tiempo, deba tener que cumplirse una regulación desproporcionada a los riesgos de la actividad.

Otra de las herramientas de política pública que se han observado en otras jurisdicciones para facilitar o promover la innovación tecnológica, son los denominados Innovation Hubs. Estos consisten en instancias formales implementadas por los reguladores sectoriales para acompañar a los emprendimientos que generan innovaciones tecnológicas financieras en el proceso de registro, licencia y definición de las regulaciones que las regirán una vez alcanzada la escala que amerite esa mayor regulación y fiscalización. Esos Innovation Hubs se observaron en Australia, Colombia y Reino Unido. Si se tiene en consideración que ese proceso de acompañamiento podría contribuir al emprendimiento y disminuir los posibles incumplimientos (al menos por desinformación o interpretaciones erradas del marco jurídico), pareciera razonable que en Chile se estableciera una iniciativa de esa naturaleza.

En cuanto a los servicios que se recomienda regular, la propuesta se centrará en el Crowdfunding y en aquellos servicios en que, por su directa relación con aquél, resulta relevante abordar para el correcto y eficiente desarrollo del mismo. Esos servicios son:

- 1) Difusión de necesidades de financiamiento o proyectos de inversión;
- 2) Asesoría, ya sea recomendación de inversión o evaluación de calidad crediticia, a lo menos cuando aquélla sea parte de la cadena de valor del proceso de financiamiento vía Crowdfunding;
- 3) Ejecución de órdenes, es decir, canalizar órdenes de compra venta o de pago;
- 4) Servicios de transacción de instrumentos financieros, y
- 5) Custodia de instrumentos financieros.

En ese contexto el tipo de entidades sujetas a la propuesta de regulación son:

- 1) Plataformas de Crowdfunding;
- 2) Robo-Advisors y Scorings, denominados para efectos de este documento como asesores financieros;
- 3) Enrutadores o canalizadores de órdenes de compra venta o pago;
- 4) Plataformas Transaccionales, conocidos como sistemas alternativos de transacción o ATS (Alternative Trading System).
- 5) Y aquellas entidades que presten servicios como depósitos y custodios de instrumentos financieros.

A su vez, hay ciertas regulaciones que, si bien no son propias del Crowdfunding o sus servicios conexos, sí podrían estar afectando su desarrollo al encarecer o dificultar el proceso de búsqueda y acceso al financiamiento, razón por la cual resulta pertinente abordar en la presente propuesta. Este es el caso de las disposiciones normativas que tienen como consecuencia la transformación del tipo societario utilizado por uno más gravoso producto de un aumento de capital (tener que pasar de sociedad por acciones o sociedad anónima cerrada, a sociedad anónima abierta), y de las regulaciones de las ofertas públicas de valores para financiamientos que requieran de ese tipo de ofertas.

Además, con el objeto de propender a la simetría regulatoria y fortalecer la competencia entre actores, se recomienda modernizar y perfeccionar algunas de las exigencias establecidas para la intermediación de valores de oferta pública, la actuación como bolsa de valores, la clasificación de riesgos y la gestión de recursos de terceros.

Para efectos de una mejor comprensión del tipo de exigencias a que se refiere la propuesta, se entenderá por:

- a) **Registro:** mecanismo que tiene por objeto mantener un control (identificación) respecto de quienes están autorizados para prestar el servicio.
- b) **Exigencias de Información:** requisito al prestador del servicio de divulgar información al público o remitirla a la CMF, para contar con mayor información de aquella de que trata la exigencia.
- c) **Acreditación de conocimientos:** requisito a quienes desempeñen ciertas funciones para el prestador de servicios de contar con conocimientos especiales o experiencia determinada.
- d) **Gestión de riesgos:** requisito al prestador del servicio de contar con una adecuada administración de los riesgos inherentes a las actividades que realiza.
- e) **Solvencia y liquidez:** requisito al prestador del servicio de contar con disponibilidad de recursos líquidos y suficiente capital para cumplir con sus obligaciones oportunamente.
- f) **Garantías:** requisito al prestador del servicio de constituir una póliza de seguro, boleta bancaria u otro tipo de garantías, para responder por los eventuales perjuicios que ocasione en el ejercicio del servicio regulado.

A su vez, cuando se emplee la expresión "instrumentos financieros", deben entenderse comprendidos los títulos valores (como bonos, efectos de comercio y acciones de sociedades, etc.), las facturas y los Criptoactivos (Criptomonedas y Tokens),

entre otro tipo de inversiones. Al emplearse el término “valores”, solo se estará haciendo alusión a los títulos valores.

En relación con los Criptoactivos, es importante tener presente que en la propuesta no se está contemplando establecer una regulación de dichos instrumentos. Por tal motivo, la regulación relacionada con Criptoactivos, será aquella propia de los sistemas en que éstos se transen o de quienes los mantengan por cuenta de terceros.

B. Componentes de la Propuesta Regulatoria

B.1. Ampliación del Perímetro Regulatorio

Por la naturaleza de los servicios y actividades que se llevan a cabo en la industria de Crowdfunding, esto es, servicios que cumplen la misma finalidad y presentan las mismas problemáticas que el mercado de valores, parece razonable que la solución regulatoria implementada conlleve la incorporación de quienes presten los nuevos servicios regulados al perímetro de regulación y fiscalización de la CMF.

Para efectos de su identificación en cuanto a estar habilitados para actuar como prestadores de servicios regulados, se recomienda que esas personas o entidades deban formar parte de un registro público que mantendrá la CMF.

Las condiciones de inscripción dependerán del tipo de exigencias que se establecerán al servicio en particular. Por ende, en aquellos casos en que ese registro tenga por finalidad el ordenamiento o control de quienes están habilitados, la condición será la presentación de una mera solicitud que identifique al prestador del servicio y su representante legal en Chile. En aquellos casos en que se requiera de exigencias de carácter prudencial, la condición será la acreditación de esas exigencias ante la CMF.

B.2. Formalización del Proceso de Acompañamiento por el Regulador

Al igual que los “Innovation Hubs” observados en otras jurisdicciones, parece razonable que la propia CMF implemente un proceso formal de acompañamiento y guía de las innovaciones tecnológica financieras de aquellos servicios comprendidos dentro de su perímetro regulatorio.

De esta forma, no solo se facilitaría el proceso de innovación, sino que se daría mayor coherencia a la proporcionalidad y neutralidad que sostiene la propuesta de regulación, conectando las necesidades de los actores del sector privado con las

facultades que se conferirán a la CMF para, mediante regulación secundaria, generar una regulación que fomente y permita esa innovación.

Por tal motivo, la CMF evaluará las instancias internas que sería necesario implementar para poner en marcha un mecanismo formal de acompañamiento y guía de las innovaciones tecnológicas de las actividades cuya regulación y fiscalización le haya sido encomendada, así como el costo adicional que ello conllevaría en su presupuesto, con el objetivo de poder ponerlas en funcionamiento.

B.3. Implementación de Proporcionalidad Mediante Regulación Secundaria

Con el objeto de generar un marco jurídico flexible que permita compatibilizar certeza jurídica y exigencias proporcionales con el compromiso o afectación de la fe pública o de los bienes jurídicos protegidos por la normativa, se recomienda que a nivel de regulación legal se establezcan las exigencias más gravosas aplicables al servicio o actividad regulada y que se faculte a la CMF, por vía normativa, para eximir o sustituir esos requisitos por otros menos gravosos. La CMF debiese tener el mandato de implementar esta proporcionalidad cuando el tamaño, número de clientes o negocios, u otras condiciones de similar naturaleza, la hagan aconsejable para la innovación, emprendimiento y funcionamiento del mercado de capitales.

Esa facultad deberá implementarse mediante normas de carácter general, a las que serán aplicables las exigencias de transparencia, análisis comparado y de evaluación de impacto regulatorio establecidas en la ley orgánica de la CMF⁶² y que dan garantía que será empleada de manera razonable y proporcional. Estas exigencias incluyen: estar sometidas a consulta pública, haberse efectuado el análisis de impacto correspondiente y elaborarse teniendo en consideración las mejores recomendaciones y prácticas internacionales, y propendiendo al desarrollo del mercado.

Este modelo regulatorio – de exigencias máximas y flexibilización vía normativa secundaria – ha probado ser eficiente y funcionar correctamente en el pasado en el mercado de valores. Un ejemplo de ello son las Normas de Carácter General N°336, 345 y 352. En ese caso, y mediante la facultad conferida por la Ley de Mercado de Valores (artículo 4°) a la CMF para eximir a las ofertas públicas de valores nacionales y extranjeros de los requisitos de esa ley, se pudo implementar la integración regional de los mercados de valores (como es el caso del Mercado Integrado Latinoamericano, MILA, y Alianza Pacífico), se mejoró la visibilidad exterior del mercado de capitales local al facilitar la cotización en Chile de valores de otras jurisdicciones mediante la excepción de registro, y se permitió el surgimiento de las primeras plataformas de

⁶² Decreto Ley N°3.538.

Crowdfunding en Chile que se acogieron a las excepciones contenidas en la normativa, entre otros.

Además, este modelo permite que la regulación pueda abordar los casos generales y que sea el regulador sectorial quien vaya simplificando las exigencias para modelos más particulares que requieren de una carga regulatoria mejor focalizada, debiendo en todo caso ese regulador cumplir con los principios y directrices que la propia regulación le haya establecido para emplear ese mandato-facultad. Un ejemplo de ello sería que la regulación abordara el Crowdfunding en general, y vía normativa secundaria se eximiera de los requisitos al Crowdfunding de donaciones en particular.

C. Propuesta de Marco Regulatorio Aplicable al Crowdfunding y Servicios Relacionados

C.1. Plataformas de Financiamiento Colectivo

Teniendo en consideración que quienes se dedican habitualmente a proveer de un “lugar” en el que se difunden necesidades de financiamiento o proyectos de inversión, con su actuar no necesariamente comprometerían la fe pública ni afectarían la reputación del mercado financiero (sino que más bien su existencia surgiría como respuesta natural de los propios agentes en la búsqueda de un lugar de encuentro en que se puedan disminuir los costos de financiamiento), no sería necesario establecer requisitos de carácter prudencial a ese tipo de actores del mercado.

Por el contrario, pareciera que al fomentarse la competencia en esta industria serían los propios actores del mercado los que elegirían aquel “lugar” que tuviere mejores condiciones y menores costos de financiamiento, como se puede observar con el surgimiento del Crowdfunding como modelo alternativo al mercado de capitales regulado.

A su vez, teniendo en consideración que las plataformas que solo exponen proyectos de inversión o necesidades de financiamiento, sin emitir recomendaciones de inversión, calificaciones o evaluaciones crediticias, no tendrían intereses que entraran en conflicto (ya que existiría el solo interés de la propia plataforma por el que está velando ella misma), no sería necesario que la regulación abordara conflictos de interés.

Sin embargo, en esa explicitación de proyectos y necesidades de financiamiento resulta necesario que se provea de la suficiente información a quien contri-

buirá con sus recursos para que pueda evaluar adecuadamente los riesgos de financiar el proyecto u otorgar el crédito determinado. Además, el hecho que esa información sea fidedigna, completa, imparcial y provista en un estándar común es lo que facilitará ese proceso decisional y generará eficiencias.

En tal sentido, la regulación deberá exigir a las plataformas que provean de la información necesaria a quienes participen para que puedan efectuar adecuadamente su evaluación y que esa información sea fidedigna, completa, imparcial y provista en un estándar común. Como, por ejemplo, aquella información que permita conocer si la plataforma mantiene inversiones en los proyectos que difunde, y los socios, objetivos, programa de costos o supuestos empleado para la determinación de los eventuales ingresos o beneficios de esos proyectos, entre otros.

C.2. Asesores Financieros

Los principales riesgos que conlleva la actividad de asesoría (ya sea respecto de recomendaciones de inversión o en cuanto a la opinión que se emite sobre la calidad crediticia de personas naturales o jurídicas) son: i) que ésta no sea realizada con independencia de juicio; o ii) que sea equívoca o inadecuada debido a que quien entrega el servicio no cuenta con la idoneidad necesaria para llevarlo a cabo.

Para efectos de dar mayores garantías respecto a que su opinión será emitida con independencia de juicio, parece necesario que quienes se dediquen a difundir recomendaciones de inversión o a entregar o difundir puntajes crediticios, deban cumplir con ciertas exigencias que permitan resolver adecuadamente los conflictos de interés que puedan tener o que preserven su independencia de juicio.

Por tal motivo, la regulación de los asesores financieros deberá establecer obligaciones de información a objeto que sea el propio cliente el que pueda ponderar cuán condicionado está el juicio de quien está emitiendo la opinión o recomendación (en aquellos casos en que con esa sola información sea suficiente para que el cliente pueda velar por su propio interés), o prohibiendo ciertas actividades en que surjan ese tipo de conflictos de interés o compromiso de la independencia de juicio cuando con la información no sea suficiente para la mejor protección del cliente.

Además, debido a que quien contrata los servicios de asesoría financiera parte razonablemente de la premisa que quien ofrece ese servicio cuenta con un cierto nivel mínimo de idoneidad, conocimientos o experiencia que permitan confiar en la recomendación o evaluación que realiza, parece atingente establecer exigencias de acreditación de conocimientos o idoneidad a esos prestadores de servicio.

No obstante, con la aplicación de la tecnología, la asesoría financiera podría ser resultado de un proceso automatizado (diseñado por un ser humano o producto del resultado de un algoritmo que detecta o analiza patrones de comportamiento, entre otros), y que para el resultado pondera variables no solo financieras, sino que también de otra naturaleza como podría ser su edad, sexo, etnia o patrones de comportamiento, entre otras.

Ello hace que se suscite la problemática respecto a: i) qué tipo de conocimiento o experiencia debiera ser acreditado; ii) a quién exigir esa idoneidad, conocimientos o experiencia, y iii) cómo medirla.

Por tal motivo, parece necesario que la especificación técnica de la regulación respecto a esas materias quede delegada a regulación secundaria, sostenida en los principios de neutralidad, razonabilidad y proporcionalidad que deberán necesariamente guiar el diseño de esa regulación.

El proceso de consulta pública, análisis de impacto y participación ciudadana que por ley debe cumplir la CMF al emitir su regulación secundaria, debiera ser garantía suficiente para que esa materia técnica quede a regulación secundaria, ya que ese proceso tiene por finalidad que la regulación haya sido diseñada ponderando adecuadamente la protección, preservación, desarrollo y funcionamiento del mercado.

Además, debido a que, de la asesoría financiera, la asesoría de inversión debe responder a las características del, y requerimientos efectuados por, el cliente, resulta pertinente que quienes prestan esos servicios deban cumplir con obligaciones de efectuar recomendaciones acordes al perfil de los clientes.

C.3. Canalizadores de Órdenes de Compra Venta o de Pago

Con el objeto de evitar que quienes se dedican a la cobranza de créditos, a ejecutar instrucciones de pago o realizar transacciones por instrucciones de clientes, afecten a sus clientes con sus acciones u omisiones (atribuibles a una falta de diligencia o deber de cuidado) resulta necesario que aquéllos deban cumplir con requisitos de gestión de riesgo operativo. Por otra parte, para resguardar que cuenten con recursos suficientes para reparar potenciales daños ocasionados en caso de que fallen dichos requisitos es importante incorporar requisitos de garantías.

A su vez, teniendo en consideración que quien canaliza órdenes de clientes debe propender a la mejor ejecución de esas órdenes escogiendo aquellos mercados en que esto se logre (si ello hubiere quedado a su discreción), y que aquél podría tener intereses en que la orden se canalice a un mercado determinado (surgiendo un

conflicto de interés), resulta razonable que la regulación establezca obligaciones de información que expliciten esos conflictos o, en caso que no resulte suficiente con esa explicitación, que prohíban ciertas conductas o prácticas en que claramente exista esa contraposición de intereses.

C.4. Sistemas Alternativos de Transacción

Al igual que en el caso de las plataformas de financiamiento colectivo, quienes se dedican solo a proveer de un “sistema” o “lugar” en el que se pueden realizar transacciones con instrumentos financieros, por esa sola actividad no comprometen la fe pública ni afectan bienes jurídicos protegidos por la regulación.

Ello, debido a que son solo un medio a través del cual los agentes del mercado exponen sus intereses de compra o venta. Es la competencia de esos actores la que va propendiendo a la eficiencia del mercado y generando las mejores condiciones para la negociación.

No obstante, en la medida que ese “lugar” va concentrando parte relevante de las negociaciones del mercado, su indisponibilidad puede afectar el normal funcionamiento de éste, al menos de manera temporal mientras vuelve a estar disponible o los agentes del mercado se trasladan a otro lugar que esté disponible.

Además, al concentrar la información respecto al valor (precio) al que los distintos agentes del mercado están dispuestos a adquirir o enajenar los instrumentos financieros, son una fuente de información útil para el resto de los actores y para el mercado en general, ya que con esa información pueden contribuir a una correcta formación de precios y valorización de las inversiones.

En tal sentido, resulta atendible que, a quienes sean relevantes para el correcto funcionamiento de algún mercado, se les establezcan exigencias en materia de gestión de riesgos, en especial en relación a su continuidad operacional, y que se requiera que sus servicios estén disponibles hasta por un plazo razonable que permita a los agentes del mercado trasladarse a otro proveedor en caso que el primero decida terminar su operación. Por la misma razón, parece atendible que a quienes presten ese servicio, se les establezcan ciertas obligaciones de intercambio y entrega de información para contribuir a una correcta formación de precios.

Por su parte, con el objeto que el regulador pueda detectar e investigar eventuales prácticas abusivas por parte de quienes efectúen operaciones en sus sistemas (manipulación de precios, por ejemplo), resulta necesario que quienes provean ese

servicio deban proporcionar información a la CMF que permita individualizar a quienes están efectuando operaciones y a los precios a los que están realizando las mismas, y que la regulación contemple sanciones a quienes realizan esas conductas.

C.5. Custodios

De todos los servicios que forman parte de la cadena de valor del Crowdfunding, aquel que presenta mayores riesgos y compromiso de la fe pública es la mantención en depósito y custodia de instrumentos financieros o dinero por cuenta terceros.

En dicho servicio, el proveedor está expuesto a riesgos de fraudes internos y externos o a fallas en los sistemas que puedan comprometer los intereses de clientes, o bien podrían darse casos en que el propio prestador del servicio se apropie o use indebidamente los instrumentos financieros de esos clientes.

Por tal motivo, quienes se dediquen a prestar ese servicio deben contar con exigencias en materia de gestión de riesgos, garantías y de capital mínimo que permita contar con una infraestructura adecuada para la correcta prestación del servicio y asimismo desincentivar la prestación temporal de este servicio con la sola finalidad de cometer fraudes.

D. Condiciones Adicionales para el Adecuado Funcionamiento del Crowdfunding

Tal como se mencionó en las secciones anteriores de este documento, existen ciertas regulaciones cuyos beneficios eran supuestamente mayores que los costos que imponían al proceso de financiamiento, pero que en los hechos pareciera que su beneficio no era tal o que éste no es percibido o valorado por los inversionistas. Algunas de esas regulaciones son:

- a) La obligación de inscripción en el Registro de Valores de las acciones de una sociedad anónima que alcanza cierto número de accionistas;
- b) La obligación de transformar la sociedad por acciones en sociedad anónima si se alcanza cierto número de accionistas;
- c) La obligación de emitir los títulos de deuda que se ofrecerán públicamente mediante contratos de emisión y formalidades establecidas por ley, y de inscribir previamente al emisor de esos títulos en el Registro de Valores;
- d) La prohibición de transar diariamente en bolsas de valores, acciones de sociedades que no estén inscritas en el Registro de Valores.

Esas regulaciones, estaban originalmente concebidas para el mercado de valores y tenían por finalidad que quienes participaban de un proyecto financiado en el mercado regulado de valores contaran con un mercado secundario líquido y profundo, en que solo se podían negociar instrumentos emitidos por entidades reguladas, y en que las protecciones estaban definidas por ley dejando poco espacio para que los propios actores pudieran establecérselas.

No obstante, con el paso del tiempo algunas de esas regulaciones fueron flexibilizándose o surgiendo nuevas regulaciones con soluciones más flexibles, pero quedaron otras sin un claro beneficio o con un costo mayor que éste.

Ejemplos de esas mayores flexibilidades fueron la ley que creó las sociedades por acciones (pero que mantuvo el límite al número de accionistas para dar consistencia al límite impuesto a las sociedades cerradas), la menor carga regulatoria que por ley se estableció a las ofertas públicas de valores extranjeros en Chile (que no requieren que el emisor esté inscrito en Chile, que el vehículo deba transformarse en una sociedad determinada, que no se pueda transar diariamente el instrumento en bolsa ni que el título deba emitirse en el marco de un contrato determinado), y la normas que la CMF emitió para facilitar las ofertas privadas, las ofertas públicas exceptuadas, y esas ofertas públicas de valores extranjeros en Chile.

En tal sentido, para el Equity Crowdfunding resulta conveniente modernizar esas exigencias con la finalidad de elevar el número de accionistas que hacen exigible la transformación de la sociedad por acciones y de la sociedad anónima cerrada, en sociedad anónima abierta (o permitir que ese número sea establecido mediante la regulación secundaria de la CMF teniendo en vista que se comprometa la fe pública por existir ese número de accionistas) y que las acciones de sociedades no inscritas se puedan cotizar y negociar diariamente en sistemas alternativos de transacción o en bolsas de valores (de tal forma que puedan contar con un mercado secundario formal activo).

Para el “Debt Crowdfunding”, resulta pertinente cuestionarse por qué los títulos de deuda regulados por la Ley de Mercado de Valores no han sido idóneos en cuanto a que en su origen tenían por finalidad justamente ser empleados para el financiamiento colectivo vía deuda, siendo, en la práctica, las facturas, pagarés, contratos de mutuo o tokens más idóneos.

La respuesta pareciera ser evidente y estar relacionada con la mayor exigencia y rigidez de esa legislación para la emisión, oferta, cotización y negociación de títulos de deuda.

Por tal motivo, parece razonable que se incorpore un nuevo tipo de instrumento de deuda en la Ley de Mercado de Valores, pero que presente beneficios, riesgos y costos equivalentes a los que tendría que asumir el agente al emplear facturas, pagarés o mutuos, de manera que esos nuevos títulos si fueran idóneos para financiarse vía deuda en el mercado regulado de valores⁶³.

Desde esa perspectiva, la regulación de Crowdfunding que promueva el financiamiento vía deuda debiera considerar un título de deuda que:

- a) Sea susceptible de ser ofrecido públicamente sin necesidad de inscripción del emisor;
- b) Se inscriba mediante el solo depósito de un contrato simplificado y estandarizado en el Registro de Valores, y
- c) No requiera de los mismos estándares de entrega de información que los emisores de valores de oferta pública, sino que más bien información básica respecto de los riesgos de la inversión.

Adicionalmente, con el objeto de fomentar el empleo de estos títulos como sustitutos de las acciones, se podría considerar además que dicho título de deuda:

- a) Permita pagar intereses como proporción de las utilidades;
- b) Deba pagarse el capital e intereses devengados previo al reparto de utilidades, y
- c) Tenga mérito ejecutivo, bastando la sola certificación de la CMF para acreditar las condiciones de la obligación ante tribunales.

En el evento que se quisiera limitar el monto máximo a ser emitido para evitar que con una operación se pudiera comprometer la fe pública, se debiera dejar ese monto a definición de regulación secundaria de la CMF.

D.1. Marco Jurídico Simétrico

Teniendo en consideración la pertinencia de contar con un marco regulatorio que permita a los agentes económicos competir de manera justa y eficiente, resulta relevante evaluar algunas de las exigencias regulatorias aplicables actualmente a las bolsas de valores, intermediarios de valores, administradoras de carteras y clasificadoras de riesgo. Lo anterior con el objeto de generar una carga regulatoria equivalente a aquella que regirá a otros prestadores de servicios homólogos abordados en

⁶³ Si bien se analizaron otras jurisdicciones para detectar títulos de deuda que por sus características fueran empleados en el “Debt Crowdfunding”, no se encontró solución equivalente aplicable al mercado local. Uno de los casos analizados fueron los “mini-bonds” italianos regulados por el D.L. 83 del 22 de junio de 2012, Decreto Sviluppo (Decreto para el Desarrollo), posteriormente complementado por D.L. 179 of the 18th October 2012 (“Decreto Sviluppo Bis”), D.L. 145 of the 23rd December 2013 (“Decreto Destinazione Italia”), y D.L. 91 of the 24th June 2014 (“Decreto Competitività”).

la nueva regulación. En especial, en relación con el pilar de proporcionalidad y neutralidad que sostiene esa nueva regulación.

En el caso de las bolsas, debido a que éstas realizan una actividad similar a la de los sistemas alternativos de transacción, pero a diferencia concentran el mercado secundario de acciones de sociedades anónimas abiertas (razón por las que su continuidad y correcto funcionamiento es relevante para el mercado de capitales), se propone focalizar las exigencias de esas entidades en gestión de riesgo (particularmente operacional y tecnológico) y revisar las exigencias de capital requeridas actualmente de modo de que ellas sean las necesarias para garantizar que dispondrán de recursos e infraestructura suficientes conforme su volumen de negocios.

En el caso de los corredores de bolsa, debido a que son ellos los que dan certeza respecto de la firmeza de las negociaciones que se realizan en bolsas de valores, pueden mantener valores en depósito y custodia, y ejecutan instrucciones por cuenta de terceros, resulta necesario mantener las exigencias de solvencia y liquidez, garantías y capital mínimo, sin perjuicio que resulta necesario que aquéllas sean proporcionales a los riesgos que enfrenta la entidad en particular.

Lo anterior, a diferencia de los agentes de valores que generalmente solo ejecutan instrucciones de clientes, razón por la cual parece plausible que cuenten con menores exigencias de capital, con exigencias de gestión de riesgos y con garantías, sin la necesidad de tener que cumplir con condiciones de solvencia y liquidez (salvo que efectúen operaciones a nombre propio por cuenta de clientes).

En el caso de las clasificadoras de riesgo, debido a que sus actividades consisten en dar una opinión respecto de la calidad crediticia de un instrumento determinado, sería necesario adecuar las actuales exigencias manteniendo aquellas que tengan relación con las obligaciones de información (independencia de juicio, conflictos de interés y metodologías), y aquellas que dan garantía de su idoneidad para efectuar una adecuada clasificación.

Por su parte, teniendo en consideración que los administradores de carteras ejecutan instrucciones (generales o particulares) de clientes y dan opiniones (vinculantes o no vinculantes) respecto de en qué invertir, es necesario adecuar las exigencias actualmente establecidas por aquellas que serán aplicables a los asesores financieros y quienes ejecutan instrucciones por cuenta de terceros, esto es, exigencias de información, de conflictos de interés, de idoneidad y conocimientos, gestión de riesgos y de garantías.

D.2. Prevención del Lavado de Activo, Financiamiento del Terrorismo y Cohecho

Finalmente, con el propósito de prevenir el riesgo de lavado de activos y el financiamiento del terrorismo en las nuevas entidades que se incorporarían al perímetro regulado, se propone incorporar a las plataformas de financiamiento colectivo, canalizadores de órdenes de compra venta o de pago, sistemas alternativos de transacción y custodios, como sujetos obligados a reportar las operaciones sospechosas a las que se refiere el artículo 3º de la Ley N°19.913. A su vez, se considera que esa obligación debiese contemplar un modelo simplificado de cumplimiento que no haga excesivamente gravoso su cumplimiento.

E. Resumen de Exigencias Regulatorias Propuestas según Tipo de Entidad

	Registro	Información	Idoneidad	Conflictos de Interés	Gestión de Riesgos	Garantías	Capital	Requisitos AML
1. Plataformas de Financiamiento Colectivo	Si	Si	No	No	No	No	No	Si
2. Asesores Financieros	Si	Si	Si	Si	No	No	No	No
3. Canalizadores de órdenes	Si	Si	No	Si	Si	Si	No	Si
4. Sistemas Alternativos de Transacción	Si	Si	No	No	Si	No	No	Si
5. Custodia	Si	Si	No	No	Si	Si	Si	Si

Las exigencias antes enunciadas deben entenderse como aquella máxima que establecerá la propuesta, y que, por tanto, deberá ser enmarcada dentro de los principios de proporcionalidad y neutralidad, por lo que a cada tipo o categoría de entidad en particular se le aplicará una exigencia determinada en función del riesgo, escala o etapa de desarrollo que tenga.

VIII. Referencias

- Abarca, I. (2018). *Desarrollo del Crowdfunding en Chile*. Documentos de Trabajo, Banco Central de Chile. Obtenido de <https://www.bcentral.cl/-/desarrollo-del-crowdfunding-en-chile>
- BID & Finnovista. (2017). *Fintech. Innovaciones que no sabías que eran de América Latina y el Caribe*. doi:<http://dx.doi.org/10.18235/0000703>
- BID & Finnovista. (2018). *Fintech. América Latina 2018: Crecimiento y consolidación*. doi:<http://dx.doi.org/10.18235/0001377>
- BIS. (2018). *Sound Practices: Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*. Obtenido de <https://www.bis.org/bcbs/publ/d431.htm>
- FATF. (2012-2018). *International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation*. FATF, Paris. Obtenido de www.fatf-gafi.org/recommendations.html
- He, D., Leckow, R., Haksar, V., Mancini-Griffoli, T., Jenkinson, N., Kashima, M., . . . Tourpe, H. (2017). *Fintech and Financial Services: Initial Considerations*. Staff Discussion Notes, International Monetary Fund. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2017/06/16/Fintech-and-Financial-Services-Initial-Considerations-44985>
- Herrera, D. (2016). *Alternative Finance (Crowdfunding) Regulation in Latin America and the Caribbean: A Balancing Act*. BID. Obtenido de <https://publications.iadb.org/en/alternative-finance-crowdfunding-regulation-latin-america-and-caribbean-balancing-act>
- Herrera, D., & Vadillo, S. (2018). *Sandbox Regulatorio en América Latina y el Caribe para el ecosistema FinTech y el sistema financiero*. BID. Obtenido de <https://publications.iadb.org/es/publicacion/17483/sandbox-regulatorio-en-america-latina-el-caribe-para-el-ecosistema-fintech-y-el>
- IAIS. (2017). *FinTech Developments in the Insurance Industry*. Obtenido de <https://www.iaisweb.org/file/65625/report-on-fintech-developments-in-the-insurance-industry>
- IOSCO. (2017). *Research Report on Financial Technologies (Fintech)*. Obtenido de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>

- Jenik, I., & Lauer, K. (2017). *Regulatory Sandboxes and Financial Inclusion*. Washington, D.C.: CGAP. Obtenido de <https://www.cgap.org/sites/default/files/researches/documents/Working-Paper-Regulatory-Sandboxes-Oct-2017.pdf>
- Ketterer, J. A. (2017). *Digital Finance: New Times, New Challenges, New Opportunities*. BID. Obtenido de <https://publications.iadb.org/en/digital-finance-new-times-new-challenges-new-opportunities>
- Kirby, E., & Worner, S. (2014). *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*. IOSCO. Obtenido de <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>
- Llorent, J. (2009). *Introduction to Network Protocols and Algorithms*. Polytechnic University of Valencia, Macrothink Institute, Valencia, España.
- OECD. (2018). *Financing SMEs and Entrepreneurs 2018: An OECD Scoreboard*. Paris: OECD Publishing. doi:https://doi.org/10.1787/fin_sme_ent-2018-en.
- Ziegler, T., Reedy, E., Le, A., Zhang, B., Kroszner, R., & Garvey, K. (2017). *The Americas Alternative Finance Industry Report. Hitting Stride*. Cambridge Centre for Alternative Finance at Cambridge Judge Business School, Polsky Center for Entrepreneurship and Innovation at the University of Chicago. Obtenido de <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/hitting-stride/#.XEIYhVxKjIU>