

Financiamiento colectivo *Fintech* en Chile: análisis comparado y protección algorítmica del inversor minorista

Eduardo Jequier Lehuedé

Doctor en Derecho, Universidad de Valencia, España. Profesor Titular, Facultad de Derecho y Ciencias Sociales, Universidad San Sebastián, Santiago, Chile. E-mail: eduardo.jequier@uss.cl. ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8005-6685>.

Beatriz Fonticiella Hernández

Doctora en Derecho, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria. Profesora Permanente Laboral, Facultad de Ciencias Jurídicas, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, Las Palmas, España. E-mail: beatriz.fonticiella@ulpgc.es. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-0871-0854>.

Resumen

El presente trabajo busca examinar críticamente la regulación del financiamiento colectivo *Fintech* —*crowdfunding*— en Chile, particularmente en lo relativo a la Ley N° 21.521 y la Norma de Carácter General N° 502 de la Comisión para el Mercado Financiero. La pregunta que orienta esta investigación es si dichas normas presentan vacíos o deficiencias que exponen al inversionista minoritario a riesgos no cubiertos adecuadamente. La hipótesis que se plantea es que el marco regulatorio vigente, legal y reglamentario, resulta insuficiente o a lo menos ambiguo, lo que abre espacios a la discrecionalidad administrativa y con ella a la incerteza jurídica para los operadores en general y los inversionistas minoritarios en particular, lo que reduce el potencial de este mercado como fuente de financiamiento inclusivo seguro para las PyME. El objetivo del estudio, por tanto, es identificar dichas falencias regulatorias, evaluar su impacto en la tutela del inversionista y en el desarrollo del mercado, y contrastarlas con la experiencia del derecho comparado, con miras a proponer mejoras que, reforzadas con herramientas de IA y políticas públicas, permitan lograr un equilibrio más eficaz entre innovación, protección y desarrollo seguro del sistema financiero.

Palabras clave

Financiamiento colectivo; *Fintech*; Inversor no profesional; algoritmos IA

Fintech crowdfunding in Chile: comparative analysis and algorithmic protection for retail investors

Abstract

This paper seeks to critically examine the regulation of Fintech crowdfunding in Chile, particularly with regard to Law No. 21,521 and General Standard No. 502 of the Financial Market Commission. The question guiding this research is whether these regulations present gaps or deficiencies that expose minority investors to risks that are not adequately covered. The hypothesis is that the current legal and regulatory framework is insufficient or at least ambiguous, opening up opportunities for administrative discretion and, consequently, legal uncertainty for operators in general and minority investors in particular. This reduces the potential of this market as a source of secure inclusive financing for SMEs. The objective of the study, therefore, is to identify these regulatory shortcomings, assess their impact on investor protection and market development, and compare them with the experience of comparative law, with a view to proposing improvements that, reinforced with AI tools and public policies, will achieve a more effective balance between innovation, protection, and the safe development of the financial system.

Keywords

Crowdfunding; Fintech; non professional investor; artificial intelligence algorithms

Sumário

Introducción; 1. La normativa sobre Crowdfunding; 1.1 La normativa sobre crowdfunding en la LF y sus alcances para el inversor minorista; 1.2 Delegación regulatoria y los riesgos del modelo adoptado; 1.3 Tutela del inversor minorista en el derecho comparado: breve reseña; 2. Perspectiva comparada: La actividad de crowdfunding en la UE; 2.1 El marco normativo europeo de la financiación participativa; 3. La protección del pequeño inversor en crowdfunding: Big Data e IA como insumo para la configuración del “Perfil” del inversor minorista en el mercado del Crowdfunding. Ventajas y riesgos; 3.1 La incidencia de la IA en la prueba inicial de conocimientos, Reglamento UE 2020/1503; 3.2 Ventajas de la IA para la tutela del inversor minorista; 3.3 Algunos riesgos de la IA: construcción de algoritmos, sesgos y protección de datos personales; 4. Conclusiones; Bibliografía citada; Jurisprudencia citada; Normativa citada; Otros documentos citados.

Introducción

Según datos del Banco Interamericano de Desarrollo, a partir del año 2018 y en poco más de tres años, en Latinoamérica y el Caribe el ecosistema Fintech creció un 112%, pasando de 1.166 a 2.482 plataformas, lideradas por Brasil (31% del total) seguido por México (21%), Colombia (11%) y Argentina (11%) (Banco Interamericano de Desarrollo, 2022). En el caso concreto de Chile, en 2016 existían 56 Fintech, mientras que en 2021, a pesar de la pandemia del 2020, fueron 179, la mayoría con menos de 100 empleados (lo que las sitúa en el segmento de empresas de tamaño mediano y

pequeño), aunque con altos niveles de ingresos anuales (donde el 30% son consideradas empresas medianas y grandes)¹.

Una de las principales manifestaciones de la diversificación y desagregación del sistema financiero tradicional ha sido precisamente la introducción de modelos “disruptivos”² de financiación extrabancaria como el *crowdfunding*, en sus dos principales vertientes: el *equity crowdfunding* o financiación colectiva de capital, donde el inversor recibe una porción de las acciones o derechos sociales del receptor de la inversión; y el *lending crowdfunding*, también conocido como “*peer to peer lending*” o préstamos entre particulares a través de plataformas electrónicas, tal como lo señala la Comisión para el Mercado Financiero (2019, p. 4). A nivel mundial, en 2014 la recaudación de la financiación colaborativa fue de 32.770 millones de euros, mientras que en 2017 esa cifra alcanzaba los 370.880 millones de euros, con China liderando hoy las cifras, seguida por EE.UU.³ y Reino Unido, conforme a los datos entregados por Ramos y González (2020, p. 145)⁴.

Este mismo fenómeno, sin embargo, ha planteado grandes desafíos para los operadores del sistema, promotores, plataformas e inversores; y por cierto para el regulador, cuya tarea supone lograr un justo equilibrio entre los intereses involucrados, individuales y colectivos, en un ecosistema esencialmente tecnológico y desformalizado que, como tal, plantea desafíos

* El presente trabajo forma parte del Proyecto de investigación Fondecyt regular N°1250103, año 2025, titulado: “PLATAFORMAS TECNOLÓGICAS DE FINANCIAMIENTO COLECTIVO EN LA LEY FINTEC, N°21.521: ANÁLISIS CRÍTICO Y PROPUESTAS EN TORNO A LA TUTELA DEL INVERSOR MINORISTA EN EL MERCADO CROWDFUNDING”, del cual el autor es investigador responsable.

¹ El Banco de Desarrollo de América Latina – CAF (2023, pp. 32 y 33) señala que, entre todas estas empresas, sin embargo, las Fintech dedicadas a *crowdfunding* representaron solo un 5% del total, mientras que la mayoría se situaba en el área de pagos y remesas, con un 23%, y la gestión de finanzas empresariales, con un 20%.

² El concepto de “innovación disruptiva” apunta al impacto que han tenido las tecnologías en el mercado y, en lo que concierne al objeto de este trabajo, la creación y desarrollo de mecanismos tecnológicos de microfinanciación que se han consolidado como una alternativa a los mercados financieros tradicionales. Fue concebido por primera vez por los profesores norteamericanos Clayton M. Christensen y Joseph I. Bower (1995, pp. 45-53) en su trabajo “*Disruptive Technologies: Catching the wave*”, aunque sus postulados han sido objeto de muchas críticas, particularmente en el ámbito de los estudios de gestión. Ver Kawamoto y Giovinazzo (2019, pp. 73-81).

³ Especial relevancia tuvo en este proceso la dictación en EE.UU. de la *Jumpstart Our Business Startups Act* (Ley JOBS, por sus siglas en inglés, o Ley *Crowdfunding*), promulgada en el año 2012 para facilitar el acceso a financiamiento para pequeñas empresas y startups, reduciendo las cargas regulatorias sobre estas empresas. En el Reino Unido, por su parte, los reguladores optaron por el uso de herramientas tecnológicas como las “*Regulatory Sandbox*”, proporcionando así un entorno en donde los emprendedores están exentos de las consecuencias regulatorias habituales de participar en innovaciones Fintech, lo que significó un aumento de las plataformas de 4 en 2010, a 40 en 2015. Ver Estrin et al (2023, pp. 5-6).

⁴ EE.UU. fue líder en recaudación *crowdfunding* hasta el 2014, época en que duplicaba la recaudación de toda Europa, incluido el Reino Unido, evidenciando la hegemonía de las economías anglosajonas en este mercado. Tres años después, el panorama cambió radicalmente con la irrupción de China, pues en Asia, de los 321.000 millones de euros recaudados en 2017, el 99% correspondió a ese país, lo que a su vez representó el 86% de la recaudación mundial. Ver Ziegler et al (2019, pp. 23 y ss.).

adicionales para las entidades encargadas de reglamentar la ejecución de la ley y de fiscalizar el cumplimiento de la normativa aplicable.

En este contexto, la tutela del inversor *crowdfunding* y, especialmente, la del minorista o no profesional, supone el diseño e implementación de modelos normativos y operativos que sin llegar a asfixiar el funcionamiento de este mercado, con costos y exigencias excesivas y desproporcionadas para el tamaño y los recursos de las empresas de menor tamaño y/o para los actores incipientes, proporcionen a su vez un entorno de seguridad mínima que permita alivianar las cargas que lo afectan: ausencia o limitación de acceso a mercados secundarios para desinvertir, principalmente en el *equity crowdfunding*⁵; asimetrías de la información; dependencia a infraestructuras tecnológicas que eventualmente puedan desaparecer⁶ o ser objeto de ciberataques⁷; fallas operativas de las plataformas; exposición a impagos por fracaso de los proyectos y/o insolvencia de sus promotores⁸; y, en fin, situaciones de fraude como las ocurridas en tiempos no tan lejanos⁹.

Para abordar estos desafíos, Chile, al igual que otros países latinoamericanos, ha optado recientemente por la vía legislativa, plasmada en la denominada Ley Fintech, N° 21.521 del año

⁵ En este mercado del *equity*, la inversión se traduce en la adquisición de acciones o derechos sociales de la sociedad promotora, de manera que la cesibilidad de dichas acciones o derechos dependerá del tipo societario de que se trate. En el caso de las sociedades de responsabilidad limitada o colectivas, el inversor estará impedido del todo de enajenar sus derechos, en tanto no cuente con el acuerdo de los demás socios; mientras que en una sociedad anónima o por acciones, las acciones adquiridas por el inversor —normalmente con derecho preferente al dividendo y sin derecho de voto—, el inversor —principalmente el minorista— no sabrá cómo y/o a quién transferirlas. Ante esto, Moreno (2018, pp. 260-261) advierte que, en la práctica, se ha recurrido a soluciones como la incorporación de pactos de accionistas o la creación de mercados secundarios por las propias plataformas, mientras que algunos autores han planteado la necesidad de crear oficialmente un mercado secundario para potenciar el *crowdfunding*. Un ejemplo de mercados secundarios creados internamente por las mismas plataformas se encuentra en la Plataforma Broota (broota.com), donde se ofrece —con muchas limitantes— “un espacio dentro de la plataforma de Broota por medio del cual los accionistas de los distintos proyectos que han sido financiados en la plataforma de financiamiento colectivo de Broota pueden transar sus acciones, ya sea vendiendo o comprando” (BROOTA, 2025).

⁶ Se han dado casos de plataformas que han cerrado, con la consiguiente pérdida total o parcial de las inversiones, como *Rebus* en el Reino Unido, el año 2016, que había recaudado dineros a través de “*Croudcube*”; *Symbid* en Países Bajos, el año 2020; que *EarlyShares* en EE.UU, en el año 2018.

⁷ Caso conocido es el de la plataforma *Kikstarte*, que en febrero de 2014 sufrió una violación de seguridad que afectó los datos de más de 5,2 millones de personas; *GiveSendGo* en 2021, una plataforma cristiana de *crowdfunding* de donaciones que fue hackeada en abril de ese año; o la plataforma *Patreon*, en 2015, que sufrió la filtración de casi 15 GB de datos personales de sus usuarios.

⁸ Según estudios de la *International Organisation of Securities Commissions* (IOSCO por sus siglas en inglés), al año 2014 el *equity crowdfunding* arrojaba un riesgo sistémico de impago/fracaso de un 50%, mientras que el *lending crowdfunding* la cifra al año 2009 alcanzaba al 30%. Ver Kirby y Worner (2014, p. 5).

⁹ Conocido fue lo ocurrido en EE.UU. en el caso de *Nightingale Properties*, donde la CEO Elie Schwartz se declaró culpable de defraudar a más de 800 inversores, por un monto cercano a los 63 millones de dólares, a través de la plataforma CrowdStreet; o el caso del CEO de TuCrowd Inc., Vincent Petrescu, en el año 2021, acusado por la SEC de violar las normas de financiación colectiva de la Ley de Valores al recaudar las ofertas de “*Transatlantic Real Estate*” y “*420 Real Estate*” en la plataforma TuCrowd, sin atender a las señales de alerta sobre la mala reputación de dichas empresas, incluidos los antecedentes penales de sus representantes, lo que se tradujo en una defraudación cercana a los dos millones de dólares (U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 2021).

2023 (en adelante, la “LF”), cuyo objetivo general apunta a incentivar la prestación de servicios financieros por medios tecnológicos y a fomentar la competencia en este ámbito (art. 1° LF), mediante “el desarrollo de nuevos productos y su oferta a más bajo costo” (CENTRO DE COMPETENCIA, 2021)¹⁰.

En lo que concierne concretamente a la protección del inversor *crowdfunding* y, en general, a lo que la ley denomina como “cliente financiero”, ya en el Mensaje presidencial con que se envió el Proyecto al Congreso Nacional se destaca que en él se incorporan “medidas que tienen por objeto proteger al cliente financiero, dentro de los cuales resaltan la obligación de ofrecer productos financieros acorde al perfil de riesgo del cliente y cumplir con las exigencias que el regulador establezca en materia de atención a clientes” (BIBLIOTECA DEL CONGRESO NACIONAL DE CHILE, p. 7), lo que se tradujo finalmente en un modelo sustentado básicamente en cuatro pilares fundamentales: la gestión de riesgos por parte de los prestadores de servicios Fintech (en este caso las plataformas de financiamiento colectivo); el diseño de estructuras de gobierno corporativo que asegure la supervisión y el cumplimiento de la nueva normativa por parte de dichos prestadores; la producción, difusión y entrega de información veraz, completa y oportuna a los clientes y al mercado; y la implementación de mecanismos y controles de ciberseguridad y protección de datos.

Sin embargo, la LF no contempla un estatuto tutelar diferenciado para el inversor minorista o no profesional, a quien se posiciona por tanto como uno más de los inversionistas que operan en este mercado, sin distinción alguna respecto de la información, conocimientos, recursos y control de riesgos que tienen y manejan —en el otro extremo— los inversores institucionales, calificados o profesionales. En este sentido, la ley adopta un modelo de identificación ex ante del “perfil” del inversor en general (o “cliente financiero”) y de su mayor o menor propensión al riesgo a la hora de invertir.

La hipótesis que se plantea en este trabajo, en suma, es que el marco regulatorio vigente en Chile, legal y reglamentario, resulta insuficiente o a lo menos ambiguo, lo que abre espacios a la discrecionalidad administrativa y con ella a la incerteza jurídica para los operadores en general y los inversionistas minoritarios en particular, lo que reduce el potencial de este mercado como

¹⁰ En el Mensaje presidencial enviado al Congreso nacional se señala expresamente: “[...] la prestación de servicios financieros por estos medios tiene el potencial de generar, entre otros, los siguientes beneficios: (i) facilitar el ingreso de nuevos actores al mercado financiero, incorporando más competencia y una disminución en los precios de productos o servicios financieros; (ii) promover la innovación y la creación de nuevos productos o servicios financieros que permitan responder a una mayor cantidad de necesidades de los consumidores; (iii) generar mayor inclusión financiera a través de productos y/o servicios financieros dirigidos a sectores de la población que se han visto históricamente desatendidos por el mercado financiero tradicional; y (iv) mejorar, a través de nuevas tecnologías, la predicción de las características y necesidades de los clientes, permitiendo que los productos y servicios ofrecidos se ajusten más a estas” (BIBLIOTECA DEL CONGRESO NACIONAL DE CHILE, p. 4).

fuelle de financiamiento inclusivo seguro para las PyME. Se plantea, además, que en este ámbito la IA puede ser una valiosa coadyuvante en la tarea que se plantea el legislador, de estructurar un estatuto tutelar del inversor minorista que sin llegar a asfixiar el funcionamiento de este mercado con regulaciones excesivas, permita una identificación más completa, acotada y transparente del perfil del cliente.

Para abordar estos aspectos, el trabajo adopta una metodología descriptivo-analítica y comparada, tomando como base de estudio aquellas legislaciones emblemáticas en la regulación del *crowdfunding* en el continente americano, como es la de EE.UU.; las del ámbito latinoamericano que se han ocupado también de la tutela del inversor minorista y que presentan mercados asimilables al chileno, en términos relativos; y especialmente la notoria evolución de la regulación del *crowdfunding* en el derecho comunitario europeo, principalmente a partir del Reglamento (UE) 2020/1503, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, que se ocupó de regular concretamente este sensible aspecto del mercado *crowdfunding* con miras a uniformar las distintas normativas internas imperantes hasta esa fecha en las legislaciones internas de los estados miembros.

Se trata, en fin, de identificar un ecosistema normativo que resulta de especial interés para comprender la relevancia de esta materia y la necesidad de implementar en la ley chilena Fintec las herramientas de tutela del inversor *crowdfunding* minorista que en aquel se contemplan, con herramientas normativas y el apoyo de la IA como insumo para la identificación del perfil de cada cual.

1. La normativa sobre Crowdfunding

1.1 La normativa sobre *crowdfunding* en la LF y sus alcances para el inversor minorista

Como apunta Yáñez (2018, p. 4),

[p]ara el regulador financiero el desafío fundamental es el mismo de siempre: permitir el desarrollo de nuevos negocios y formas de realizarlos y abordar las vulnerabilidades e imperfecciones en los mercados financieros que pudiesen debilitar la estabilidad financiera, socavar la eficiencia del mercado y exponer a los consumidores de productos financieros a riesgos que no siempre están capacitados para evaluar.

Con este propósito, las autoridades reguladoras han ensayado diversas alternativas, unas normativas y otras tecnológicas, como el “*RegTech*” (combinación de *regulation* y *technology*), el “*SupTech*” (combinación de *supervision* y *technology*) y los denominados “*Regulatory*

sandboxes”¹¹, que en América Latina han sido implementados en países como Barbados, Brasil, Colombia, Jamaica, México, Perú y Trinidad y Tobago.

En Chile, al igual que en otros países Latinoamericanos, la opción ha sido la vía legislativa¹², lo que se ve plasmado en la dictación de la LF, regulada a su vez por la Norma de Carácter General (en adelante, la “NCG”) N° 502, de la Comisión para el Mercado Financiero (en adelante, la “CMF”), de 12 de enero de 2024, que “Regula el registro, autorización y obligaciones de los prestadores de servicios financieros de la Ley Fintech”. La iniciativa legal fue guiada, entre otros instrumentos, por la denominada “Agenda Bali sobre Fintech”, impulsada por el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, “para orientar a los países a aprovechar las oportunidades y los beneficios derivados de los rápidos avances en el área de las tecnologías financieras y, a la vez, gestionar los riesgos que conllevan” (BIBLIOTECA DEL CONGRESO NACIONAL DE CHILE, p. 3), y en ella, como indica Azofra (2020, p. 573) se establecen diversas obligaciones para los prestadores de los servicios que contempla la ley, tales como el registro en la CMF y la autorización previa para prestar servicios (art. 7 de la LF), a modo de “selección positiva” previa de dichos operadores.

¹¹ El *sandbox* regulatorio, utilizado especialmente en Reino Unido, consiste en la implementación de esquemas de operación “en que el regulador autoriza temporalmente (en condiciones controladas) la aplicación de una menor carga regulatoria. El objetivo es lograr un espacio que permita calibrar las exigencias regulatorias de frente a actividades innovadoras, que no siempre encajan en el marco regulatorio tradicional”. Ver Yáñez (2018, p. 4); González de Audicana (2019, pp. 19-20) y Colldeforns (2022, p. 278).

¹² Tratándose de las principales economías de Latinoamérica, México fue pionero con la “Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera”, de 2018, que regula actividades como *crowdfunding*, *crowdfunding* e instituciones de pago electrónico, estableciendo límites de inversión, requisitos de capital mínimo y autorización previa de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Luego, en 2020, la CNBV y la Secretaría de Hacienda dictaron las “Disposiciones de Carácter General sobre Interfaces de Programación de Aplicaciones” (en adelante, las “APIs”), pieza central de la implementación del *Open Banking/Open Finance*.

En Brasil, en 2022 se actualizó el marco regulatorio del *equity crowdfunding* mediante la *Resolução CVM 88/2022*, que sustituyó la *Instrução CVM 588/2017*, mientras que para las fintec de crédito (*Sociedades de Crédito Direto* y *Sociedades de Empréstimo entre Pessoas*) se expidió la *Resolução 5.050/2022*, consolidada y luego modificada por la *Resolução 5.159/2024*, que amplía el espectro de actividades y permite operar como iniciadores de pagos.

En Argentina, la Ley 27.349 (Boletín Oficial del 12 de abril de 2017), conocida como “Ley de Apoyo al Capital Emprendedor”, reguló únicamente —al menos en lo que aquí interesa destacar— un mecanismo de inversión asimilado al *equity crowdfunding*, incorporando para ello las figuras de la “Institución de Capital Emprendedor” y la de los “inversores en capital emprendedor”.

En Colombia, el financiamiento participativo fue regulado inicialmente mediante el Decreto N°1357/2018, en sus modalidades de *equity* y *lending crowdfunding* (art. 2.41.1.1.2), al incorporar un nuevo Libro 41 a la Parte 2 del Decreto N°2555/2010, que regula el sector financiero, asegurador y del mercado de valores colombiano. Luego, en el año 2020 se dictó el Decreto N°1235/2020, que amplió las reglas sobre circulación e inversión de valores de financiación colaborativa, mientras que, en el año 2023, se dictó el Decreto N°2105/2023, que modificó también el Decreto N°2555/2010 para mejorar el acceso de PyME y la transparencia del financiamiento. Más recientemente, en enero de 2025, se promulgó el Decreto N°34/2025, que ajusta nuevamente el régimen.

En Perú, por último, si bien no existe una ley fintec, sí se cuenta con un régimen de financiamiento participativo financiero (FPF) desde el Decreto de Urgencia N°013-2020, desarrollado por la Resolución de Superintendente SMV 045-2021-SMV/02.

En lo que concierne al inversor minorista que interviene en el mercado del *crowdfunding*, “cuyo nivel de conocimientos y experiencia no resulta suficiente como para adoptar por sí mismo decisiones de inversión, y no puede valorar adecuadamente los riesgos que asume” (FONTICIELLA, 2021, p. 30), la LF no contempla un tratamiento tutelar diferenciado respecto del resto —particularmente del inversionista calificado o profesional—, optando simplemente por la figura genérica del “*cliente financiero*” (artículo 1 de la LF) y la fórmula cualitativa también amplia —y por tanto ambigua— del “*perfil del cliente*” (artículo 28 de la LF).

A partir de ahí, la ley centra la atención —en lo que aquí concierne— en las plataformas de financiamiento colectivo (ni siquiera en los promotores de proyectos), imponiéndoles básicamente algunos estándares sobre gobierno corporativo (art. 12 LF) y la obligación de proporcionar a sus clientes —y difundir al público— información sobre (a) “*Las características y condiciones de los proyectos de inversión o necesidades de financiamiento*” y (b) sobre “*Los eventuales conflictos de intereses que pudiere tener la plataforma de financiamiento colectivo*”, encomendándole luego a la CMF la definición, mediante NCG, del contenido de esa información (art. 8 N°1 LF). A diferencia de otros servicios Fintech contemplados en la ley, por tanto, las plataformas *crowdfunding* no están obligadas a constituir garantías (art. 10 LF) ni a mantener un patrimonio mínimo (art. 11 LF), lo que amén de generar un potencial foco de inestabilidad financiera del sistema, deja en una posición muy desmedrada al inversor minorista ante la eventual insolvencia de la plataforma y/o del promotor del proyecto financiado por esta vía. Sobre esto, nada dice la ley; materia esta última que, por su complejidad, alcances y extensión, será abordada, no obstante, en otra oportunidad.

A lo anterior se suma que la LF no aborda los aspectos contractuales y de responsabilidad asociada a eventuales incumplimientos, tanto en las relaciones que se generan entre las plataformas y los inversores, y entre aquellas y los promotores; no establece pautas sobre el eventual fracaso o la no concreción del proyecto por parte del promotor, pese a la evidente imposibilidad de la plataforma de realizar ex ante —por falta de recursos y conocimientos especializados— un *due diligence* profundo y profesional de cada proyecto que se le presenta, como hace en cambio la industria del capital de riesgo¹³; ni regula la situación en que queda el inversor minorista ante eventuales problemas societarios del promotor, por poner algunos ejemplos. Del mismo modo, la ley no distingue entre las distintas modalidades que puede asumir una plataforma *crowdfunding*, según el tipo y número de servicios que preste, en circunstancias que estas pueden actuar como simples intermediarias entre promotores e inversores, filtrando los proyectos que se les presentan (*scoring*) para ofrecerlos a los inversionistas; o mucho más que eso,

¹³ Normalmente, el inversor se guía por las sugerencias de la plataforma, de por sí limitadas dada la incapacidad de generar información altamente especializada, y por el comportamiento de otros inversionistas. Ver Martínez-Echevarría y Del Castillo (2018, p. 115).

asumir funciones adicionales que permitan controlar el destino de la inversión y que los fondos recibidos por el promotor sea destinados efectivamente al fin para el que estos fueron solicitados, como ocurre por ejemplo en Argentina con las denominadas “Instituciones de Capital Emprendedor” de la Ley Nº 27.349. Tampoco existen pautas claras respecto de eventuales conflictos de interés entre promotores y plataformas y de la posibilidad de admitir la existencia de proyectos vinculados, como ocurre por ejemplo en la legislación norteamericana¹⁴; ni se fijan pautas claras para aquellos casos en que el promotor no obtiene el total de la inversión esperada, considerando que estamos ante un instrumento de economía colaborativa¹⁵.

Todo lo anterior, sumado a la ausencia o limitación de acceso a un mercado secundario que le permita desinvertir oportunamente, según se dijo *supra*, genera un complejo panorama para el inversor minorista, del cual la ley se desliga del todo al endosarle simplemente la decisión final de asumir o no el riesgo, aun cuando no esté en condiciones reales de visualizarlo. Como ya se adelantó, no basta con atiborrar de información a quien no está en condiciones de comprenderla y procesarla, ni parece una solución eficiente y segura recargar a instituciones de recursos limitados —las PFC— con exigencias de análisis financiero y de riesgo que no están en condiciones de cumplir; o al menos no al nivel y con los recursos de las grandes instituciones fiscalizadas del sistema financiero tradicional.

La realidad en este mercado, por lo mismo, es muy distinta, pues, como destaca la doctrina, los inversores de *crowdfunding* —especialmente los no profesionales que invierten en *equity*— tienden a asumir que la plataforma y los demás inversores, que depositaron su confianza en un proyecto de financiación participativa, han revisado antes el proyecto y sus riesgos, por lo que “desisten de realizar esfuerzo alguno en valorar por su cuenta los riesgos de una determinada inversión”. Se genera así, por tanto, el “problema del polizón” (*free-rider problem*) como señala Martínez-Echevarría y Del Castillo (2018, p. 115), y con él una dinámica de riesgos no resueltos de la que la normativa legal y reglamentaria no se hacen cargo realmente: Se exige un diagnóstico elaborado por una plataforma que probablemente no cuenta con las capacidades técnicas y recursos económicos para procesar la información que recibe, ni para visualizar el riesgo que esta puede revelar; el inversor recibe a su vez información que probablemente no comprende, lo que incrementa —o a lo menos mantiene— su posición de asimetría en el acceso y manejo de la

¹⁴ La Sec. 4ª (a) (11) de la Ley de Valores de 1933 prohíbe que los directores, ejecutivos, socios o cualquier otra persona que ocupe una posición similar en el ente intermediario —aquí la plataforma—, tener interés financiero en el proyecto o en su promotor (Estados Unidos, Ley de Valores).

¹⁵ Surge aquí la interrogante sobre la responsabilidad de la plataforma de *crowdfunding*. Una herramienta interesante, que predomina en la práctica, es la modalidad del *all-or-nothing*: el promotor solo recibe los fondos una vez que se ha alcanzado el capital mínimo publicitado. Así lo establece por ejemplo la Sec. 4 (a) (7) de la Ley de Valores de EE.UU., de 1933, en relación con el “Reglamento de Financiación Colectiva, Normas y Reglamentos Generales”, Sec. 227 (A) (a) (3) y (4) (Estados Unidos, Ley de Valores).

información sobre el proyecto ofrecido; por lo anterior, este inversor opta por confiar —probablemente— en esa misma plataforma y en sus diagnósticos, sin mayor cuestionamiento; lo que a su vez genera un problema adicional de selección adversa¹⁶ que termina permitiendo una oferta de proyectos de baja calidad y alto riesgo; y así indefinidamente.

La situación no es muy distinta en el *lending crowdfunding*. Allí, como advierte Kilborn (2020, p. 125) los prestamistas/inversores minoristas no suelen realizar tampoco un estudio acabado e independiente de la solvencia del prestatario, sino que tienden a confiar también en las calificaciones del riesgo crediticio que asignan las PFC, las que a su vez evitan los engorrosos procesos de calificación de riesgo y otorgamiento de créditos del sistema tradicional para reemplazarlos por sus propios mecanismos, informes y calificaciones, junto a algoritmos que les permiten evaluar la solvencia y el riesgo de manera automática.

1.2 Delegación regulatoria y los riesgos del modelo adoptado.

A partir de las exigencias de gobierno corporativo y de aquel deber genérico de difusión e información, ya mencionados, la CMF ha implementado un extenso y detallado estatuto regulatorio en la NCG N° 502, sin contar para ello con más directrices que las escuetas y, por cierto, genéricas pautas que establece la ley, recién mencionadas.

Es así que, para el manejo del riesgo de inversión por parte del inversor minorista, el modelo que plantea la NCG —que tampoco es original en esto— sigue un patrón esencialmente declarativo, cimentado básicamente en la entrega de información sobre los proyectos y sus promotores y, a partir de ella, en cuestionarios¹⁷ dirigidos a los potenciales clientes, preparados por los responsables de las plataformas a modo de insumo que las habilita para ofrecer los productos o proyectos a financiar. Lo anterior, en suma, genera múltiples riesgos y limitaciones, como la imprecisión de esos catálogos de preguntas, la falta de preparación y conocimientos de sus destinatarios para comprenderlas cabalmente o, simplemente, la eventual manipulación

¹⁶ El problema de selección adversa se presenta cuando una de las partes, la menos informada, no está en condiciones de identificar la calidad del proyecto de financiamiento colectivo que se le presenta. Ver Martínez-Echevarría y Del Castillo (2018, pp. 116-117).

¹⁷ Así por ejemplo, las plataformas ofrecen en su página web preguntas como las que siguen, dirigidas al potencial inversor *crowdfunding* para definir su propensión al riesgo: “Si inviertes \$1 millón, quieres: ganar lo mínimo con tal de no perder; ganar \$100 mil, pudiendo perder \$20 mil; ganar \$300 mil, pudiendo perder \$150 mil; ganar \$400 mil, pudiendo perder \$250 mil”; “¿Cuánto haz logrado ahorrar en tu vida?”; “Cara: ganas \$200 mil. Sello: pierdes \$100 mil ¿jugarías una vez?”; “¿Jugarías 100 veces? (Cara: ganas \$200 mil, Sello: pierdes \$100 mil)”; “Si perdieras en un mes el 5% de tu inversión por una crisis ¿Qué harías?”; “¿Cuánto puedes ahorrar al mes?” (información obtenida desde plataforma activa, consultada el 27 de octubre de 2025). Todas estas preguntas, con todo, no son antojadizas, sino que suponen el estudio previo de patrones económicos orientados a definir el perfil del inversionista y evaluar su comportamiento financiero, materia de la que se ha ocupado todo un movimiento doctrinal conocido como “*Behavioral Finance*”.

consciente de las respuestas que estos entregan, por nombrar algunas. Sobre esto volveremos más adelante.

El señalado deber de información, además, se desenvuelve en un contexto de relativa ambigüedad, pues, como se dijo *supra*, ni la LF ni la NCG entregan directrices precisas al respecto, que permitan identificar en forma objetiva el cumplimiento —o no— de dicho deber por parte de los obligados y que garanticen, consecuentemente, que el ejercicio ulterior de la función fiscalizadora de la CMF se desarrolle en un estricto ámbito de legalidad, sustentado sobre bases normativas concretas establecidas por el legislador.

En este sentido, la LF se limita a identificar, en términos amplios, los aspectos fundamentales que modelan y estructuran este mercado tecnológico de prestación de servicios financieros, sustentados como se dijo en los cuatro pilares básicos mencionados *supra*; pero a partir de ahí, la ley delega en la reglamentación administrativa (CMF) el diseño concreto y la implementación del modelo, facultándola incluso para establecer excepciones a las exigencias generales (art. 4 LF). Así por ejemplo:

a) En su art. 5, la LF faculta a la CMF para autorizar la realización de “*actividades adicionales*”, además de los servicios que menciona la misma disposición (servicios de plataforma de financiamiento colectivo, sistema alternativo de transacción, intermediación de instrumentos financieros, enrutamiento de órdenes, asesoría crediticia, asesoría de inversión y custodia de instrumentos financieros), sin fijar pautas concretas sobre esas “*actividades*”.

b) En cuanto a la inscripción en el *Registro de Prestadores de Servicios Financieros* (RPS), requisito previo indispensable para la prestación de los servicios fintec regulados en la ley, el art. 6 prescribe que será también la CMF, mediante NCG, la que defina los requisitos que deberán cumplir para ello los interesados-solicitantes. La misma norma, además, le entrega a dicha Comisión la potestad de aprobar o rechazar estas solicitudes, sobre la base de las normas reglamentarias que ella misma determine (hoy NCG N° 502).

c) Relacionado con lo anterior, el art. 7 de la ley prescribe que, además de la inscripción en el RPS, el inicio de la prestación de los servicios supone contar con una autorización previa de funcionamiento por parte de la CMF. Para optar a esa autorización, a su vez, la ley establece que los interesados deberán (i) “*Contar con los sistemas y procedimientos necesarios para cumplir con las obligaciones de información y difusión establecidas por el artículo 8*” (esto es, informar sobre las características y condiciones de los proyectos de inversión o necesidades de financiamiento y los eventuales conflictos de intereses que pudiese tener la plataforma de financiamiento colectivo) y (ii) “*Cumplir con las exigencias de gobierno corporativo y gestión de riesgo establecidas en el artículo 12*” (esto es, diseñar, aprobar e implementar políticas, procedimientos y controles que

compatibilicen su viabilidad económica-financiera con su capacidad de contar con respuestas estratégicas idóneas para los riesgos inherentes a sus líneas de negocios.)

Como se ve, la ley le encomienda nuevamente a la CMF la determinación de los contenidos de cada una de esas exigencias (art. 8 inc. 1º), aludiendo siempre a la fórmula genérica de las “políticas, procedimientos y protocolos” sin entregarle, por tanto, mayores pautas, límites y directrices para implementar dicha regulación delegada.

d) Luego, el art. 9 de la ley prescribe que las personas naturales que desempeñen funciones en entidades inscritas en el Registro de Prestadores de Servicios Financieros, que presten servicios de asesoría de inversión y asesoría crediticia, así como los sistemas que estas entidades utilicen, deberán cumplir con “*estándares de objetividad, coherencia y consistencia entre los elementos empleados para efectuar su recomendación o evaluación y las necesidades manifestadas por los clientes que contratan dichos servicios*”, encomendándole luego a la CMF la determinación de las circunstancias que deberán reunirse para dar por cumplida dicha exigencia, tales como certificación de conocimientos o de inviolabilidad, “entre otros” (art. 9 inc. 2º).

Estos y otros varios ejemplos, que no es del caso detallar aquí, muestran que el modelo propuesto por la ley descansa en gran medida en la delegación regulatoria que se hace en la CMF y, con ello, en la potestad reglamentaria de ejecución, con las limitantes que supone su ejercicio cuando el marco legal que la autoriza es difuso o al menos amplio y genérico, como en este caso; especialmente en un sistema de dominio legal máximo, como el que contempla la Constitución Política de 1980 (en adelante la “CP”) en su art. 63, tal y como señala Cea (1984, pp. 417 y ss.). El reglamento, recordemos, se debe a la ley y responde a sus contenidos, límites y alcances “no pudiendo ir contra de ley expresa, ni transgredir su dominio material, quedando limitada al desarrollo y detalle de la ley. En definitiva, debe hacerla operativa cuando la ley no se baste a sí misma para su aplicación efectiva” (CORDERO, 2019, p. 421)¹⁸; o, como señala Pierry (1991, p. 82), “la función del reglamento es facilitar la aplicación de las leyes sin añadir derechos ni imponer cargas; regula aspectos de detalle, no pudiendo agregar requisitos”.

Como ha sostenido el Tribunal Constitucional (9 de abril de 2003, c. 19º), en fin,

[...] el legislador debe conciliar la generalidad, abstracción e igualdad de la ley, así como sus características de normativa básica y permanente, por un lado, con la incorporación a su texto de los principios y preceptos, sean científicos, técnicos o de otra naturaleza, que permitan, sobre todo a los órganos de control de supremacía, concluir que el mandato constitucional ha

¹⁸ El autor pone énfasis en las dificultades adicionales que crea la figura de los Reglamentos Ejecutivos, esto es, aquellos a los que se remite la ley, como es el caso de la LF. Frente a ellos —dice—, se plantean dos alternativas: sostener que esa remisión es innecesaria, ya que la potestad reglamentaria de ejecución la tiene el Presidente de la República en virtud del art. 32 N°6 de la CP; o entender que en estos casos se trataría de una potestad reglamentaria reforzada, lo que ampliaría la intensidad regulatoria del reglamento respecto de las materias reservadas al legislador, con los consiguientes reparos de constitucionalidad que ello involucra (pues por esta vía —agrega—, se abrirían las puertas de la reserva legal).

sido plena y no sólo parcialmente cumplido. No puede la ley, por ende, reputarse tal en su forma y sustancia si el legislador ha creído haber realizado su función con meros enunciados globales, plasmados en cláusulas abiertas, o a través de fórmulas que se remiten, en blanco, a la potestad reglamentaria, sea aduciendo o no que se trata de asuntos mutables, complejos o circunstanciales. Obrar así implica, en realidad, ampliar el margen limitado que cabe reconocer a la discrecionalidad administrativa, con detrimento ostensible de la seguridad jurídica

Lo anterior, no obstante, ha sido matizado por la doctrina, que atendiendo a la precisión del mandato conferido por el constituyente al legislador, clasifica las materias de reserva legal en: “a) Mandatos que tienen sustancia preceptiva bastante precisa, por ser específicos [...] (artículo 63, Nº 5 a 13, 15 a 17 y 19 C.P); b) Mandatos que tienen sustancia preceptiva establecida en términos generales, pero de comprensión precisa (artículo 63, Nº 1, 2 y 14 C.P; y c) Mandatos cuya sustancia preceptiva ha sido configurada en forma amplia” (como es el caso bajo análisis y, en general, de leyes que regulan materias técnicas, financieras, tecnológicas y, en general, aspectos dinámicos y de rápida y constante evolución), “pudiendo presentarse problemas de interpretación y de competencia (artículo 63, Nº 3, 4, 18 y 20 C.P)” (SILVA, 1982, pp. 115 y ss.)¹⁹.

Con todo, esta excesiva amplitud de los términos de la ley, junto con su remisión indiscriminada al reglamento como técnica de regulación, puede derivar eventualmente en que este —el reglamento— supere la función que le corresponde, de complementar, desarrollar o detallar lo previsto en las normas legales, lo que abre espacios a la discrecionalidad administrativa y, con ello, a la incerteza jurídica.

Precisamente por lo anterior, observamos que la CMF ha sido cautelosa al momento de regular las materias que se le han mandatado, procurado no exceder el difuso marco legal que le sirve de antecedente. Para ello —y no podía ser de otra forma—, la NCG Nº 502 ha debido reiterar aquellas fórmulas indefinidas de la LF, referidas *supra*, agregando ahora contenidos también amplios —o más o menos genéricos— a aquellos “protocolos”, “políticas”, “procedimientos”, “mecanismos”, “descripciones” o “procesos” con los que deberán contar los prestadores de servicios Fintec. Así por ejemplo:

a) Refiriéndose a los requisitos que deben cumplir las Plataformas de Financiamiento Colectivo (en adelante, las “PFC”) para solicitar su registro, la Sección II de la NCG, letra C), exige la confección de “c) [...] *las políticas* a que se refieren la letra C de la Sección IV, que le resulten aplicables conforme a la clasificación de bloques a la que se refiere la letra C.6 de la Sección IV” (esto es, políticas sobre gobiernos corporativos); “d) [...] *los procedimientos* que se llevarán a cabo para prevenir que los proyectos o necesidades de financiamiento que se difundan en la plataforma

¹⁹ Cordero (2019, p. 433), además, acota que en definitiva no es el constituyente quien clausura las materias que pueden ser objeto de una ley, sino que es “el propio legislador el que determina qué materias son jurídicamente relevantes y han de ser disciplinadas con las técnicas propias del derecho positivo (imposición de deberes, sanciones, coacción, etc.). Así [...] es el legislador quien determina o cumple la función de clausurar las materias de dominio legal”.

resulten fraudulentos”; “e) [...] *los procedimientos* que se llevarán a cabo [...] para analizar la viabilidad económica, jurídica y financiera de aquellos proyectos de inversión o necesidades de financiamiento que se difundan en la plataforma con el fin de obtener recursos por montos superiores al equivalente a 20.000 Unidades de Fomento”²⁰; o, en fin, “f) *los mecanismos* establecidos para acotar o ajustar el grado de exposición al riesgo que tienen en los proyectos quienes entregan financiamiento en la plataforma, conforme a las expectativas o necesidades por ellos manifestadas.”

b) En cuanto al tipo de información que las PFC deben entregar al público, la Sección III, letra C), se limita a requerir “información general” respecto de distintos tópicos, mecanismos y procesos: “a) *Descripción general* de la estructura de comisiones o remuneraciones que recibe la plataforma”; “c) *Descripción de los mecanismos* que la plataforma ha establecido para prevenir que mediante ella se financien proyectos fraudulentos, lavado de activos, financiamiento del terrorismo, la proliferación de armas de destrucción masiva o la comisión de otro tipo de ilícitos”; “d) *Descripción de los mecanismos* que la plataforma ha establecido para prevenir que mediante ella se financien proyectos fraudulentos, lavado de activos, financiamiento del terrorismo, la proliferación de armas de destrucción masiva o la comisión de otro tipo de ilícitos”; “e) *Descripción de los procesos* que la plataforma ha establecido para analizar la viabilidad económica, financiera y jurídica de los proyectos o de quienes obtienen financiamiento por su intermedio”; etc.

c) En cuanto a los requisitos sobre gobierno corporativo y gestión de riesgos, la Sección IV de la NCG, letra C), reitera la fórmula genérica antes descrita, al requerir por ejemplo la aprobación de las siguientes materias por parte del directorio de la entidad o por el órgano equivalente:

i. “a) [...] *los niveles de apetito por riesgo*” de la PFC, conforme los criterios del propio órgano de administración, sugiriendo no obstante que para una efectiva definición de dichos niveles debiera, tenerse en cuenta “los objetivos estratégicos de la entidad y las responsabilidades que le son aplicables por el marco regulatorio.”

ii. “b) [...] *las políticas* que se señalan en los literales C.2 al C.5 de la misma sección, esto es, “*políticas, procedimientos y mecanismos de control* de la entidad” (C.2); “*políticas y procedimientos* de gestión del riesgo operacional”, lo que comprende ciberseguridad, continuidad del negocio y externalización de servicios (C.3); reglas sobre función de la gestión de riesgos, cuya finalidad apunta a que las actividades internas del proceso de gestión de riesgos “sean desarrolladas adecuadamente en la entidad [...], conforme a las *políticas y procedimientos* establecidos para dicho efecto” (C.4); y reglas sobre auditoría interna.

²⁰ Nótese que este límite no se encuentra establecido en la ley, lo que puede configurar incluso una eventual infracción del principio de legalidad por parte del regulador.

Como resultado de esta técnica legislativa y regulatoria, en fin, no es la ley sino la CMF quien define en último término los requisitos que deberán cumplir en cada caso los prestadores de servicios Fintech —aquí las plataformas de financiamiento colectivo—; y será aquella por tanto quien definirá también, caso a caso, si tales requisitos pueden estimarse como cumplidos o no. Dicho de otra forma, son los propios prestadores los llamados inicialmente a dar contenido concreto a los *protocolos, políticas, procedimientos, mecanismos y procesos* a que se refiere la NCG, como requisito previo indispensable para optar a su inscripción ante la CMF y a la ulterior autorización de funcionamiento; pero esos instrumentos y contenidos serán sometidos luego, necesariamente, al escrutinio de la propia Comisión, a partir de la regulación que ella misma se ha dado, sin más límites y pautas que aquellas amplias y genéricas que fija la LF.

Este panorama, en suma, abre como se dijo espacios para la discrecionalidad administrativa, ya sea al momento de evaluar el mérito de los señalados instrumentos para el registro y autorización, para fiscalizar su ulterior aplicación o, en fin, para imponer sanciones ante eventuales infracciones en casos concretos, lo que en último término repercute no solo en el funcionamiento del sistema en su conjunto, sino en la posición que en él asume el inversor minorista ante los riesgos de invertir; máxime si la ley —y la NCG— no establece pautas sobre la no concreción del proyecto por parte del promotor”, esto es, que el proyecto no se lleve a buen término, lo que puede presentarse con especial énfasis en el ámbito inmobiliario, en donde los proyectos dependen de una serie de factores externos, partiendo por los permisos administrativos .

1.3 Tutela del inversor minorista en el derecho comparado:

breve reseña

Un panorama distinto al que plantea la normativa chilena puede encontrarse en el derecho comparado, donde la regulación ha ido más allá de su tarea de proteger al inversor minorista en plataformas de *crowdfunding*. Los ejemplos que pueden citarse son múltiples, por lo que su descripción se hará a partir de la selección de modelos que refunden, en lo sustancial, los diversos mecanismos que se han adoptado con este propósito cautelar.

A) EE.UU

En el sistema norteamericano, las regulación Fintech experimentó un salto cualitativo con la dictación de la “*Jumpstart Our Business Startups Act*”, del año 2012, de Barak Obama, conocida como la Ley JOBS, diseñada como herramienta para facilitar la captación de capital para las

empresas emergentes mediante un régimen regulatorio menos exigente por parte de la SEC, principalmente tras la crisis *Sub Prime* de los años 2007 y 2008,

El Título III de la ley añadió la Sección 4(a)(6) de la Ley de Valores de 1933 (*Securities Act*), que establece una exención de registro para ciertas transacciones de financiación colectiva. En el año 2015, la SEC dictó el “Reglamento de Financiación Colectiva, Normas y Reglamentos Generales”, según su texto al 16 de noviembre de 2015 (Estados Unidos, Regulation Crowdfunding, General Rules and Regulations), que regula y complementa el señalado Título III de la Ley JOBS, estableciendo una serie de requisitos para poder acogerse a dicha exención, tanto para inversores como para plataformas y promotores, todos con miras a minimizar el riesgo sistémico en general y el de los inversores en particular;

En la Sec. 227 (A) (a) (1) y (2), el Reglamento autoriza la oferta y venta de valores a través de PFC siempre que:

a) El monto total de valores vendidos a todos los inversionistas por el emisor/promotor en virtud de la sección 4(a)(6) de la Ley de Valores (*Securities Act*, de 1933) durante el período de 12 meses anterior a la fecha de dicha oferta o venta, incluidos los valores ofrecidos en dicha transacción, no exceda de US\$5,000,000;

b) Tratándose de un inversor minorista o “no acreditado”, su inversión durante el periodo de 12 meses anteriores a la inversión no debe superar los US\$2.200 dólares o el 5% del valor de sus ingresos anuales o patrimonio neto, si este fuera inferior a US\$107.000 dólares; o el 10% del valor de sus ingresos anuales o patrimonio neto si esta fuera igual o superior a US\$107.000 dólares (Estados Unidos, Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers).

Del mismo modo, en el Título 17 del mismo Reglamento, Sec. 227.303, establece un derecho limitado de retracto en favor del inversor, al tiempo que le advierte expresamente las dificultades que tendrá luego para desinvertir, dada la ausencia de un mercado secundario oficial para estos fines. Sobre el primer punto, la Sec. 227.304 (a), sobre “Finalización de ofertas, cancelaciones y reconfirmaciones”, indica que el inversor podrá cancelar un compromiso de inversión por cualquier motivo hasta 48 horas antes de la fecha límite identificada en la oferta de inversión (United States, s.f); mientras que el literal b) de la misma sección y capítulo, referido a la Calificación del inversor, establece que antes de aceptar cualquier compromiso de inversión (incluido cualquier compromiso de inversión adicional de la misma persona), el intermediario deberá obtener del inversor:

(2) (i) Una declaración de que el inversor ha revisado los materiales educativos del intermediario entregados de conformidad con el § 227.302(b), [y que] entiende que puede perder la totalidad de su inversión y se encuentra en condiciones financieras para afrontar dicha pérdida;

y

(ii) Un cuestionario cumplimentado por el inversor que demuestre su comprensión de que:

(A) Existen restricciones a la capacidad del inversor para cancelar un compromiso de inversión y obtener el retorno de su inversión;

(B) Puede resultar difícil para el inversor revender los valores adquiridos en virtud del artículo 4(a)(6) de la Ley de Valores (15 USC 77d(a)(6)); [...]”.

Por último, y a diferencia también de la normativa chilena, el mismo Reglamento establece un caso de cancelación automática o “por omisión” del compromiso de inversión, cuando han ocurrido modificaciones sustanciales en los términos de una oferta o en la información proporcionada por el emisor. En tales casos, la sec. 227.304 (c) (1) prescribe que “el intermediario deberá notificar a todo inversor que haya asumido un compromiso de inversión sobre dicho cambio sustancial y la cancelación de su compromiso, salvo que [el inversor] lo reconfirme en un plazo de cinco días hábiles a partir de la recepción de la notificación.”

B) Argentina

En Argentina, el marco legal de la participación financiera colaborativa está contenido en la Ley de Apoyo al Capital Emprendedor, N°27.349, de 12 de abril de 2017, cuyo objeto es apoyar la actividad emprendedora y su expansión internacional, así como la generación de capital emprendedor. En su art. 3, la ley crea las denominadas “*Instituciones de capital emprendedor*” (ICE), esto es, “*la persona jurídica —pública, privada o mixta—, o al fondo o fideicomiso —público, privado o mixto— que hubiese sido constituido en el país y tenga como único objeto aportar recursos propios o de terceros a un conjunto de emprendimientos, según se defina en la reglamentación*”, a través —entre otros mecanismos— de las Plataformas de Financiamiento Colectivo.

La ley define también a los “*inversores en capital emprendedor*” como:

“a) La persona jurídica —pública, privada o mixta—, fondo o fideicomiso —público, privado o mixto—, que invierta recursos propios o de terceros en instituciones de capital emprendedor;

b) La persona humana que realice aportes propios a instituciones de capital emprendedor;

c) La persona humana que en forma directa realice aportes propios a emprendimientos.”

La inversión *crowdfunding*, por tanto, puede hacerse directamente por personas naturales o jurídicas, o a través de una Institución de Capital Emprendedor (en adelante, una “ICE”), que actúa como eslabón entre el inversor y la PFC y que presta un valioso servicio de selección y seguimiento de los proyectos en que invierte.

En un muy escueto Título II, Capítulo I, arts. 22 a 32, la ley regula además lo que denomina como “*Sistemas de Financiamiento Colectivo*”, estableciendo para ello que la Comisión Nacional de Valores (en adelante, la “CNV”) será la autoridad de control, reglamentación, fiscalización y aplicación del dicho título, contando a tales fines con todas las facultades otorgadas por la ley

26.831, disponiendo además que serán de aplicación al “Sistema de Financiamiento Colectivo” las disposiciones de dicha ley (art. 22). En ejercicio de este mandato, la CNV dictó —entre otras— la Resolución General N°700/2017, de 20 de julio de 2017, donde se establece que los inversores no podrán invertir más del 20% de sus ingresos brutos anuales, correspondientes al último ejercicio fiscal cerrado, y que, para poder suscribir una oferta en una PFC, aquellos deben realizar una Declaración Jurada que acredite el cumplimiento de dicho límite (art. 63). Adicionalmente, se prescribe que ningún inversor podrá participar en más del 5% de una colocación determinada de instrumentos de financiamiento o en un monto mayor a cincuenta y seis mil pesos (\$ 56.000), el que fuere menor (art. 64) (Argentina, Resolución General 700/2017).

Por su parte, la Resolución N°598-E/2017, de 2 de noviembre de 2017, de la Secretaría de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa, complementa el régimen de funcionamiento del Registro de Instituciones de Capital Emprendedor (R.I.C.E.), regulado por el Decreto N° 711, de fecha 8 de septiembre de 2017 (que reglamenta a su vez el Título I de la Ley N°27.349), estableciendo concretas medidas de protección de los inversores. Así por ejemplo:

a) Toda inversión que realice un “Inversor en Capital Emprendedor”, directa o indirectamente a través de una Institución de Capital Emprendedor, deberá tener como destino final un Emprendimiento que deberá contar con las siguientes características, entre otras:

i. Al momento del aporte, los Emprendedores originales deben detentar el control político del Emprendimiento, el que deberán mantener durante un plazo mínimo de ciento ochenta (180) días de efectuado el aporte;

ii. En el caso que el Emprendimiento cuente con una sociedad controlante extranjera, ambos en conjunto deberán contar con al menos el cincuenta por ciento (50 %) de sus empleados domiciliados en la República Argentina, y deberán cumplir con al menos dos (2) de los siguientes requisitos: (a) Más del cincuenta por ciento (50 %) de los Emprendedores originales deberán estar domiciliados en la República Argentina; (b) Al menos el veinticinco por ciento (25 %) de su facturación deberá ser percibida en el territorio de la República Argentina; (c) Al menos el veinticinco por ciento (25 %) de los gastos en concepto de pago a proveedores deberá ser destinado a personas humanas o jurídicas domiciliadas en la República Argentina.

iii. En cualquier caso, el Inversor en Capital Emprendedor no deberá: (a) Ser empleado del Emprendimiento; (b) Ser integrante del órgano de administración del Emprendimiento o su controlante local o extranjera, de existir; (c) Tener una participación directa o indirecta —a través de un vehículo de su titularidad o del cual mantenga el control— en el Emprendimiento o su controlante local o extranjera, de existir, de más del treinta por ciento (30 %) del capital social y votos, ni cualquier otra forma de control político, entendido éste como los votos necesarios para

formar la voluntad social, elegir a la mayoría de los miembros del órgano de administración y adoptar decisiones en cuanto a su gestión.

C) Colombia

En Colombia, el Decreto N° 1357, de 31 de julio de 2018, el art. 2.41.4.1.4 del Decreto N° 2555, de julio de 2010, *“Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones”*, establece concretos límites a la inversión de los aportantes no calificados *crowdfunding*. Dice la norma:

*“Los aportantes no podrán comprometerse a invertir o invertir efectivamente a través de entidades autorizadas para realizar la actividad de financiación colaborativa, más del 20% de sus ingresos anuales o de su patrimonio, el que resulte mayor.
El monto máximo de inversión previsto en el presente artículo se calculará sin perjuicio de la modalidad de inversión colaborativa que realice el aportante.
Los aportantes calificados, no estarán sujetos al límite previsto en este artículo.”*

Del mismo modo, y tratándose del *lending crowdfunding*, el art. 2.41.6.1.4. establece que los valores de deuda *“podrán ser adquiridos por aportantes no calificados [...] hasta un máximo del diez por ciento (10%) del monto total del proyecto productivo financiado por cada aportante no calificado”*, con un tope máximo del veinte por ciento (20%) de sus ingresos anuales o de su patrimonio, lo que sea mayor, en inversiones realizadas a través de entidades autorizadas para llevar a cabo actividades de financiación colaborativa. Por contrapartida, el art. 2.41.6.1.3. fija también un límite máximo para el financiamiento de personas naturales a través de valores representativos de deuda, el que se fija en *“catorce mil doscientas cuarenta y cinco con veintisiete (14.245,27) Unidades de Valor Básico (UVB)”*²¹.

Otra importante diferencia con el sistema chileno radica en que, según el art. 2.41.5.1.1. del Decreto N° 1357, se entenderá que los instrumentos representativos de deuda, los representativos de capital social y los representativos de deuda de persona natural, emitidos en las entidades que realicen la actividad de financiación colaborativa, tendrán la calidad de valor para efectos del art. 2 de la Ley N° 964 de 2005 (Ley de Valores) *“y se denominarán valores de financiación colaborativa.”* La misma disposición obliga no obstante a advertir expresamente a los inversores *“que ni el emisor o receptor, ni los valores de financiación colaborativa se encuentran inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores RNVE y en consecuencia, no es viable su negociación en el mercado principal de valores ni en el Segundo Mercado”*; advertencia que es reiterada luego en

²¹ El valor de la UVB para el año 2025 asciende a la suma de 11.552 pesos colombianos. Disponible en: <https://uvb.com.co/> Consultado el: 21 de noviembre de 2025.

el art. 2.41.5.3.6., al señalar que: *“En ningún caso los valores de financiación colaborativa podrán trasladarse o negociarse en el mercado principal o en el Segundo Mercado.”*

El art. 2.41.5.3.1., con todo, garantiza la libre cesibilidad y circulación de estos títulos, la que en ningún caso podrá ser restringida por la entidad emisora; precisando además la norma que aquellos valores que los emisores registren ante las entidades (Plataformas) que prestan el servicio administración de sistemas de registro de tales valores, solo podrán ser enajenados *“en los mecanismos electrónicos que la entidad que desarrolla la actividad de financiación colaborativa disponga para el efecto”*, a modo de mercado secundario proporcionado por la propia plataforma.

A diferencia de la normativa chilena, por último, la regulación colombiana contempla requisitos concretos e identificables en materia de gobiernos corporativos, más allá de exigir en general políticas, procedimientos y protocolos. Así por ejemplo, el art. 2.41.5.2.1. del mismo Decreto exige información mínima sobre los valores de financiación emitidos por las entidades receptoras y sobre estas, entre otras: (a) Copia del acta de la asamblea general de accionistas, junta de socios, o del documento firmado por el representante legal en los casos en que no se requiera autorización de los mencionados órganos sociales, donde se autoriza la emisión de los valores de financiación colaborativa representativos de capital o de deuda, y se autoriza expresamente el porcentaje de la emisión de estos valores que se realizará en una entidad que desarrolle la actividad de financiación colaborativa; (b) Certificado de existencia y representación legal del emisor o receptor, el cual no deberá tener una fecha de expedición superior a tres (3) meses; (c) Copia de los estatutos sociales del emisor o receptor; (d) La existencia o no de garantías que respalden la emisión, en el caso de valores de financiación colaborativa de deuda; (e) Estados financieros certificados por el representante legal y un contador o auditados, según el caso, del último ejercicio contable.

D) Situación del derecho comunitario europeo: Reglamento (UE) 2020/1503, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020

En Europa, las regulaciones internas de los países miembros de la UE se han visto directamente impactada por la dictación del Reglamento (UE) 2020/1503 (2020), de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2018/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937.

La señalada normativa comunitaria motivó que los miembros de la UE armonizaran sus legislaciones internas, muchas de las cuales contenían concretas limitantes para los inversores

minoristas. Así por ejemplo, en España, la Ley 5/2015, de 28 de abril, de fomento de la financiación empresarial (BOE Nº 101), fijaba en su texto original, límites a la inversión para los inversores no acreditados, pues, según en el art. 82 —hoy derogado—, ningún inversor no acreditado podía invertir (a) “más 3.000 euros en el mismo Proyecto publicado por una misma plataforma de financiación participativa” y (b) “más de 10.000 euros en un periodo de doce meses, en proyectos publicados por una misma plataforma de financiación participativa.”

A esto nos referiremos en detalle en el capítulo siguiente.

2. Perspectiva comparada: La actividad de crowdfunding en la UE

Habiéndose expuesto la regulación del financiamiento colectivo en Chile, así como sus insuficiencias en materia de protección del inversor minorista, procede a continuación completar el presente trabajo con el planteamiento de una perspectiva comparada, examinando con mayor detalle el régimen de tutela del pequeño inversor en la UE, articulado en el Reglamento 2020/1503. Sobre esta base, podremos valorar seguidamente, en qué medida los modelos algorítmicos pueden contribuir a perfeccionar los mecanismos de evaluación del inversor en las plataformas de financiación participativa.

A modo de contexto, especialmente positivos resultan los datos emitidos por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante, la “ESMA”, por sus siglas en inglés) en su primer informe anual dedicado al mercado europeo de financiación participativa (EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY [ESMA], 2024). Con base en la información remitida por 22 autoridades nacionales competentes, el estudio analizó datos de 98 proveedores de servicios de *crowdfunding* autorizados y referidos al ejercicio 2023. Aunque se trató de una muestra incompleta, el informe ofreció una primera panorámica cuantitativa armonizada del sector²².

En todo caso y en lo que ahora nos concierne, en 2023 se canalizaron a través de plataformas de *crowdfunding* en la UE más de 1.000 millones de euros. El modelo de financiación predominante fue el *loan-based crowdfunding* o *crowdlending*, que concentró alrededor del 65% de los fondos captados, seguido del *debt-based* (17%) y del *equity-based* (6%), con importes medios por proyecto sensiblemente superiores en los modelos basados en valores transferibles (deuda y acciones) respecto de los préstamos. Poniendo el foco de atención en los inversores minoristas, el informe subrayó que el 87% de los participantes en estos proyectos fueron,

²² El propio informe dejó indicada la presencia de posibles problemas de calidad de los datos recopilados por la exclusión de plataformas que operan solo con licencias nacionales o bajo licencias MiFID.

precisamente, pequeños inversores que invirtieron importes unitarios mucho más reducidos que los inversores sofisticados. En cuanto a la distribución geográfica, Francia y los Países Bajos se consolidaron como los principales centros de *crowdfunding* en términos de capital captado y número de plataformas, mientras que Lituania destacó por el volumen relativo de inversores, que alcanza aproximadamente a una quinta parte de su población adulta.

Si bien la ESMA anunció que continuaría publicando informes anuales, con el objetivo de mejorar la calidad de los datos, seguir la evolución del mercado y detectar riesgos emergentes para la protección del inversor minorista y la estabilidad del sistema financiero, a la fecha del presente trabajo no se han publicado nuevos informes que nos permitan actualizar las estadísticas disponibles.

Más allá del cariz positivo de los datos y de la lectura económicamente ventajosa del *crowdfunding*, resulta evidente también que este modelo democratiza la inversión al permitir aportaciones de pequeñas cantidades por inversores minoristas o poco experimentados en los mercados. Al mismo tiempo, no puede ignorarse que también plantea unos riesgos significativos para quienes, justamente, carecen de esa experiencia financiera y se adentran en el *crowdfunding* esperando afrontar una actividad de inversión que le sea más familiar. En particular y sin afán exhaustivo, el inversor minorista se ve expuesto a posibles pérdidas de capital, así como a la iliquidez de sus participaciones, en un entorno no cubierto por los esquemas tradicionales de protección como los fondos de garantía de depósitos o de inversiones. No es de extrañar, por tanto, que el régimen de tutela de estos pequeños inversores se haya convertido en objetivo central del legislador, tanto a nivel comunitario como en el ámbito nacional de cada estado miembro.

Sin embargo, el efecto llamada de la inversión en *crowdfunding*, el desarrollo del mercado, así como la necesidad de un marco común europeo que regulara estos nuevos escenarios de forma uniforme, evidenciaron las limitaciones de los enfoques inicialmente adoptados por las legislaciones nacionales. Sin duda, la fragmentación normativa entre los Estados miembros, cada uno con una regulación propia, dificultaba la prestación transfronteriza de servicios y la expansión de las plataformas.

Como respuesta a este escenario, la UE aprobó el mencionado Reglamento 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas (en adelante, Reglamento 2020/1503). Esta norma, directamente aplicable desde noviembre de 2021, introdujo un sistema armonizado de protección del inversor que trasciende las meras advertencias formales, incorporando por primera vez una prueba inicial de conocimientos obligatoria para inversores no experimentados y una simulación de su capacidad de soportar pérdidas.

En los siguientes apartados ofreceremos un análisis de este nuevo marco jurídico de protección del inversor no experimentado. A tales efectos, expondremos el régimen tuitivo de estos inversores previsto en el Reglamento 2020/1503. A continuación, examinaremos la prueba inicial de conocimientos introducida por el artículo 21 del citado Reglamento 2020/1503 y desarrollada por el Reglamento Delegado 2022/2114. Finalmente, exploraremos la posible incidencia de la IA en la implementación de dicha prueba de conocimientos, planteando modelos algorítmicos de perfilado que vayan más allá de los cuestionarios estáticos. Se pretende, en suma, arrojar luz sobre cómo las nuevas herramientas algorítmicas podrían integrarse en el proceso de evaluación del inversor en *crowdfunding*, sin menoscabo de la seguridad jurídica ni de la protección reforzada que se exige para este tipo de inversores.

2.1 El marco normativo europeo de la financiación participativa

En el ámbito de la UE, el fenómeno del *crowdfunding* careció durante muchos años de una regulación armonizada, lo que obligaba a las plataformas a atenerse a los dispares requisitos establecidos en cada Estado miembro. Esta fragmentación normativa dificultó la prestación transfronteriza de los servicios de financiación participativa e indudablemente repercutió directamente en el correcto funcionamiento del mercado interior. Analizada la cuestión desde la perspectiva de los inversores minoristas, la fragmentación regulatoria también les ha supuesto un coste jurídico derivado de los problemas para identificar qué reglas resultan aplicables cuando invierten a través de plataformas que operan más allá de su país. Del mismo modo y por razones análogas, los proveedores de servicios de financiación participativa han tenido dificultades para expandir su actividad a otros Estados miembros (Unión Europea, Reglamento 2020/1503, c. 6°).

Para eliminar estas barreras y crear un verdadero mercado interior de financiación participativa, garantizando un alto nivel de protección a los inversores, la UE aprobó el Reglamento 2020/1503 que unifica finalmente los requisitos y criterios aplicables a las plataformas de *crowdfunding* en todos los Estados miembros, estableciendo un régimen jurídico específico, diferenciado del previsto para las empresas de servicios de inversión tradicionales o las entidades de crédito.

Este nuevo cuerpo normativo europeo definió los servicios de financiación participativa como la puesta en contacto, a través de plataformas en línea, de inversores potenciales con promotores de proyectos que buscan financiación empresarial, ya sea mediante préstamos o mediante la emisión de valores negociables u otros instrumentos admisibles (Unión Europea, Reglamento 2020/1503, artículo 2.1 letra a). En otros términos, el Reglamento contempla tanto el

crowdlending (préstamos) como el *equity crowdfunding* (valores de renta variable o participaciones), cubriendo así las dos modalidades principales existentes.

El ámbito de aplicación del Reglamento 2020/1503 se circunscribe a proyectos que pretendan captar hasta 5 millones de euros en un período de 12 meses, estableciendo un marco común europeo para los proveedores de servicios de financiación participativa del que queda expresamente excluido, no obstante, los promotores que sean consumidores²³. Este umbral, alineado con la exención de la obligación de publicar un folleto de conformidad con el Reglamento 2017/1129, marca la frontera entre la financiación participativa, pensada para emisiones de pequeño o mediano calado, típicas de *start-ups* y PyME, y las ofertas que exigen un mayor grado de supervisión.

Como novedad, el Reglamento establece un techo uniforme de 5 millones para todas las campañas de *crowdfunding* en Europa. Por tanto, a las ofertas por debajo de ese umbral, no les será de aplicación la Directiva MiFID II, incluso cuando el proveedor preste servicios de colocación de valores o de recepción y transmisión de órdenes. En estos escenarios, se estará al régimen especial del Reglamento 2020/1503²⁴.

El Reglamento comunitario prevé también un régimen de autorización y supervisión de las plataformas ante las autoridades nacionales competentes. En su virtud, para obtener la autorización europea, las plataformas deben cumplir una serie de requisitos de organización interna²⁵, honorabilidad y experiencia de sus directivos²⁶, así como solvencia financiera²⁷. Una vez

²³ Así las cosas, conforme a lo dispuesto en el artículo 1.2 letra a) del Reglamento 2020/1503, este no se aplicará a los servicios de financiación participativa cuando el promotor del proyecto tenga la condición de consumidor, es decir, cuando se trate de una persona física que actúe con fines ajenos a su actividad comercial, empresarial o profesional, conforme a la definición del artículo 3, letra a), de la Directiva 2008/48/CE.

²⁴ Ello explica la aprobación paralela de la Directiva 2020/1504 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros, que modifica el artículo 2 de la MiFID II para excluir de su ámbito a estos proveedores, así como la adaptación del artículo 1 del citado Reglamento 2017/1129 para eximir de folleto las ofertas de valores al público realizadas por tales plataformas siempre que no superen los referidos 5 millones (PALÁ, 2020).

²⁵ El artículo 12.2, letra e) del Reglamento 2020/1503, exige que, en la solicitud de autorización, el futuro proveedor describa sus mecanismos de gobierno y control interno, incluidos los procedimientos contables y de gestión de riesgos.

²⁶ El artículo 12.2, letras k) y l) del Reglamento 2020/1503, establecen que en la solicitud de autorización se identifique a las personas físicas que dirigirán el proveedor de servicios de financiación participativa y se acredite que gozan de reconocida honorabilidad y cuentan con conocimientos, capacidades y experiencia suficientes. En mayor detalle, el artículo 12.3 precisa que debe demostrarse, por un lado, la ausencia de antecedentes penales relevantes (en materias como Derecho mercantil, insolvencia, servicios financieros, blanqueo, fraude o responsabilidad profesional) tanto de los directivos como de los socios con participaciones significativas ($\geq 20\%$), y, por otro, que el órgano de dirección, en su conjunto, posee la cualificación adecuada y dedica el tiempo necesario al desempeño de sus funciones.

²⁷ En efecto, el artículo 11 establece que los proveedores de servicios de financiación participativa deben mantener en todo momento salvaguardias prudenciales por un importe mínimo equivalente a 25.000 euros o la cuarta parte de sus gastos fijos generales del ejercicio anterior, con revisión anual, incluyendo además el coste de la gestión de préstamos durante tres meses si la plataforma también facilita la concesión de

autorizada, la plataforma adquiere un pasaporte europeo, que le permite prestar sus servicios libremente en cualquier Estado miembro sin trámites adicionales. Un logro que finalmente elimina las trabas existentes a la expansión transfronteriza, fomentando la competencia y la diversificación de la oferta de *crowdfunding* en la UE.

Adicionalmente, y con la finalidad evidente de proteger a los inversores, el Reglamento europeo distingue en su artículo 2 entre inversores experimentados y no experimentados, en forma análoga a como lo hacía la Directiva MiFID II respecto de los clientes profesionales y minoristas, pero ajustada al contexto del *crowdfunding*.

Con todo, entre las innovaciones más importantes introducidas por el Reglamento destaca la posibilidad de que las plataformas ofrezcan ciertos servicios accesorios, hasta ese entonces prohibidos en algunos estados de la unión europea (entre ellos España, por poner un ejemplo). Es el caso de la gestión individualizada de carteras de préstamos, prevista en el artículo 3.4 y 3.5 del Reglamento 202/1503. En desarrollo de esta potestad, el proveedor de servicios de financiación participativa podría, con mandato previo del inversor, asignar fondos a distintos proyectos, siguiendo los parámetros e indicadores de riesgo elegidos por el propio inversor²⁸.

Conviene señalar que la Comisión Europea ha complementado el Reglamento 2020/1503 con diversos Reglamentos Delegados que desarrollan aspectos técnicos. En lo que atañe a la protección del inversor, destaca el Reglamento Delegado 2022/2114, de 13 de julio de 2022, que detalla cómo habrá de llevarse a cabo la prueba inicial de conocimientos y la simulación de pérdidas. Paralelamente al citado, otros actos delegados completan el marco normativo comunitario del *crowdfunding*²⁹.

préstamos. Habrá de elegirse, en todo caso, la cifra más alta. Estas salvaguardias pueden instrumentarse mediante recursos propios de máxima calidad (capital de nivel 1 ordinario en los términos del Reglamento 575/2013 y sus deducciones), mediante un seguro o garantía comparable que cubra los territorios de la UE en los que se comercialicen activamente las ofertas, o mediante una combinación de ambas modalidades.

²⁸ En efecto, como dispone el artículo 6 del Reglamento 2020/1503, cuando la plataforma ofrece este servicio, el inversor debe otorgar un mandato que fije los parámetros básicos (rangos de tipo de interés y vencimiento, categorías de riesgo o probabilidad de cumplir un objetivo de rentabilidad), de los que al menos dos deberán respetarse en todos los préstamos de la cartera. El proveedor ha de contar con metodologías y datos sólidos para evaluar el riesgo de crédito de cada proyecto, de la cartera en su conjunto y de los promotores, y explicar al inversor el método utilizado. Debe, además, conservar en soporte duradero el mandato y el detalle de cada préstamo durante, al menos, tres años desde su vencimiento, y facilitar en todo momento al inversor, por vía electrónica, información actualizada y desglosada sobre la composición, riesgos, condiciones, incidencias de pago y costes de la cartera. Si existiera un fondo de contingencia asociado a esta actividad, el Reglamento obliga a advertir expresamente que dicho fondo no garantiza el reembolso y que los pagos son discrecionales, así como a describir con detalle su funcionamiento (origen y gestión del dinero, criterios para decidir pagos, tratamiento en caso de insolvencia, etc.) y a publicar trimestralmente datos sobre su tamaño y rendimiento.

²⁹ Es el caso, por citar otro ejemplo, del Reglamento Delegado (UE) 2022/2119 de la Comisión de 13 de julio de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la ficha de datos fundamentales de la inversión. No obstante, para una consulta detallada de los actos de ejecución y de los actos delegados.

En definitiva, tras la entrada en vigor del Reglamento 2020/1503, el ecosistema normativo europeo del *crowdfunding* queda plenamente unificado, permitiendo que cualquier plataforma autorizada bajo los parámetros de la norma opere con pasaporte en toda la UE y sometiendo a todos los inversores minoristas a un mismo nivel de protección.

3. La protección del pequeño inversor en *crowdfunding*: Big Data e IA como insumo para la configuración del “Perfil” del inversor minorista en el mercado del Crowdfunding. Ventajas y riesgos

Centrándonos ahora en el régimen tuitivo de los pequeños inversores o inversores no experimentados, es importante señalar que el Reglamento 2020/1503 consagra un capítulo entero (capítulo IV, artículos 19-26) a las normas de protección del inversor en servicios de financiación participativa. Este sistema parte, como ya se indicó, de la diferenciación fundamental entre inversores no experimentados y experimentados. Dado que la mayoría de particulares que invierten en *crowdfunding* encajan en la primera categoría, las medidas están enfocadas especialmente en ellos. El objetivo último es asegurar que estos inversores comprenden la naturaleza y riesgos de las operaciones a las que acceden a través de las plataformas, evitando en lo posible decisiones mal informadas que puedan traducirse en pérdidas inesperadas o incluso en situaciones litigiosas posteriores por vicios del consentimiento³⁰.

En resumen, el régimen europeo combina mecanismos de transparencia informativa con controles *ex ante* del perfil del inversor, buscando un equilibrio entre la libertad de invertir y la prevención de la comercialización inadecuada de productos, a través de medidas como la prueba inicial de conocimientos del inversor (art. 21); la obligación de simular la capacidad de soportar pérdidas (art. 21.5), lo que se encuentra complementado por el Reglamento Delegado 2022/2114, de 13 de julio de 2022; el establecimiento de límites de inversión (art. 21.7); el señalamiento de un periodo de reflexión por parte del inversor, durante el cual podrá desistir de su inversión (art. 22); y la exigencia de información esencial y del cumplimiento de los requisitos que figuran en la denominada “ficha de datos fundamentales de la inversión” (art. 23).

No nos extenderemos en esta oportunidad en el desarrollo exhaustivo de cada una de estas medidas, pues ello sobrepasa la extensión material y de contenidos de este estudio. Sin embargo,

³⁰ Tráigase a la memoria el panorama español tras la crisis financiera de 2008 y la avalancha de litigios de clientes minoristas frente a entidades de crédito por la desacertada comercialización de productos complejos (preferentes, deuda subordinada, swaps, etc.). En numerosos casos, los jueces declararon la nulidad de los contratos por error en el consentimiento al considerar que las entidades no habían cumplido con sus deberes de información ni realizado adecuadamente los test MiFID, de modo que el cliente no había comprendido realmente la naturaleza, riesgos y consecuencias económicas de los productos contratados.

su mención resulta indispensable para abordar el tercer aspecto de que trata este estudio: el uso de la IA como insumo para la determinación del perfil del cliente/inversor minorista en plataformas *crowdfunding*.

Como apuntan Som y Kayal (2022, p. 153), “la IA es la búsqueda para replicar mecanismos cognitivos o comportamientos, usualmente realizados por el cerebro humano, pero con la ayuda de computadoras o software”; o dicho de otra forma, es un sistema de realización, razonamiento y rectificación, objetivado a través de un conjunto de instrucciones o “algoritmos” que permiten a las computadoras generar sus propios algoritmos, sin una programación previa específica.

Por su parte, y concebida la IA como la representación tecnológica del funcionamiento del cerebro humano, el *Big Data* (o metadatos, en su traducción al castellano) puede ser entendido a su vez “como los alimentos que comemos, el aire que respiramos, el combustible que nos mueve y cualquier otra cosa que nuestros sentidos captan del mundo exterior” (SOM y KAYAL, 2022, p. 154), lo que en el entorno tecnológico se traduce en una inmensa cantidad de datos de la más variada naturaleza, fuentes y formatos, generados a gran velocidad por las tecnologías modernas y utilizados por la IA a modo de nutrientes indispensables para la identificación de patrones, tendencias y, en fin, para la generación del proceso cognitivo y de aprendizaje automático.

En el campo del financiamiento participativo, y centrándonos nuevamente —en lo que aquí interesa— en la posición de asimetría en que se encuentra el inversor minorista a la hora de la toma de decisiones informadas de inversión, la IA puede jugar un papel de apoyo preponderante en el proceso de identificación del “perfil del cliente” y de su verdadera disposición al riesgo, más allá de lo que pueda aportar un catálogo más o menos certero y transparente (esto es, no guiadas hacia un fin preconcebido) de preguntas dirigidas al inversor potencial y de la imagen o “perfil” más o menos real que ellas puedan generar para salvar, *prima facie*, la exigencia regulatoria.

Debe observarse, pues, que a diferencia de lo que ocurre en el sistema financiero y crediticio tradicional, en el ecosistema *crowdfunding* los operadores —básicamente plataformas e inversores— no cuentan con las fuentes de información, herramientas y técnicas de análisis de riesgo y evaluación de crédito que sí tienen la banca y las instituciones financieras, pese a las similitudes que puedan identificarse entre unos y otros. Si miramos, por ejemplo, la labor que realiza una plataforma de *crowdlending*, lo cierto es que no existe mayor diferencia entre esta y la que desempeña un banco como mecanismo de financiamiento: todos, a fin de cuentas, canalizan recursos provenientes del ahorro privado hacia quienes los requieren y demandan, con la sola diferencia de que en vez de ser una entidad bancaria o financiera la que otorga el préstamo, como resultado de un proceso de análisis exhaustivo y complejo de riesgo crediticio, en el financiamiento colectivo es el inversor quien lo hace directamente o a través de otra empresa (como ocurre por ejemplo con las denominadas “Instituciones de Capital Emprendedor” que operan en el sistema

argentino, ya mencionado), sin más información que la que pueda obtenerse a partir de datos públicos de —o hechos públicos por— su titular (en el ejemplo, el promotor del proyecto a financiar) ya sea en Internet, redes sociales o derechamente ante la plataforma en la que postula su proyecto.

Ante la ausencia de las herramientas tradicionales de análisis de riesgo, en fin, la IA y las técnicas del *Big Data* pueden ser de gran utilidad; máxime en un sistema como el que plantea la LF en Chile, donde la cualificación de la idoneidad de los protocolos, políticas y procedimientos con que deben contar las plataformas *crowdfunding*, para definir el “perfil del cliente” a que se refieren la ley y NCG N°502, recae exclusivamente en —y depende de— la autoridad administrativa (CFM) y de su criterio caso a caso, dada la falta de pautas y directrices legales concretas. A ello se suma la dificultad práctica que supone esta tarea de revisión *ex ante* y de fiscalización *ex post* de aspectos y materias que suponen un alto grado de especialización (ciberseguridad, continuidad del servicio, resiliencia tecnológica, prestadores externos, etc.), para las cuales el ente fiscalizador no ha sido concebido.

3.1 La incidencia de la IA en la prueba inicial de conocimientos, Reglamento UE 2020/1503

Actualmente, la prueba inicial de conocimientos, tal y como exige el Reglamento 2020/1503, se materializa a través de un cuestionario predeterminado por el proveedor de servicios de financiación participativa con un conjunto de preguntas y campos que el inversor responde, generando un perfil estándar. La IA ofrece la capacidad de transformar ese enfoque en un proceso más interactivo y adaptativo.

Reducir la evaluación de idoneidad a la información recabada en un formulario supone ignorar que, en plena era digital, cada persona genera un volumen masivo de datos en línea. Publicaciones en redes sociales, búsquedas en Internet, compras *online*, suscripciones, intervenciones en foros, *cookies* de navegación o incluso las propias consultas dirigidas al proveedor por correo electrónico o a través de *chatbots*, constituyen datos que podrían ser analizados por sistemas de IA, mediante técnicas de aprendizaje no supervisado y *deep learning*.

Trasladado al terreno de la prueba inicial de conocimientos, el comportamiento digital de un inversor podría ofrecer pistas sobre su personalidad y su actitud frente al riesgo. De hecho, diversos estudios psicológicos sostienen que el análisis de la actividad en redes sociales permite anticipar determinados rasgos de personalidad, algunos de los cuales guardan relación con la

tolerancia al riesgo financiero³¹. Así, un usuario que se muestra muy abierto a nuevas experiencias y cómodo con la incertidumbre podría, en principio, aceptar con mayor facilidad productos volátiles. Del mismo modo, el patrón de consulta de noticias económicas o de aplicaciones de *trading* podría reflejar el verdadero nivel de inquietud o tranquilidad ante las oscilaciones del mercado. Incluso el modo en que gestiona sus obligaciones financieras cotidianas (si paga puntualmente o incurre en retrasos) aportaría información útil sobre su disciplina como inversor.

La IA permitiría explotar sistemáticamente estas fuentes mediante algoritmos que analicen la huella digital pública del cliente: qué tipo de mensajes difunde, si participa en foros de inversión especulativa, qué tono emocional emplea al hablar de la economía (eufórico, temeroso, escéptico), etc., indicios que podrían complementar e incluso desmentir en ocasiones lo declarado en el test formal. Piénsese, por citar otro ejemplo, en un cliente que se presenta como muy conservador en el cuestionario, pero cuya participación intensa en foros de criptomonedas o en juegos de apuestas revela una inclinación al riesgo mucho mayor que la que manifiesta.

A ello podemos sumar la posibilidad de explotar los propios datos transaccionales del cliente con la entidad o con terceros. Si existe un historial de inversión, la IA podría examinar su reacción ante distintos episodios de mercado: si vendió apresuradamente en la última corrección bursátil o, por el contrario, mantuvo posiciones. Esa conducta correctamente analizada, puede llegar a ofrecer mejor información sobre la tolerancia efectiva al riesgo del inversor que cualquier declaración puntual.

Además, desde una perspectiva más educativa, los algoritmos podrían identificar patrones y ofrecer respuestas anticipadas. Supongamos a modo de ejemplo que, estadísticamente, los inversores novatos suelen ignorar ciertos riesgos (como el riesgo de liquidez) y cometen errores recurrentes: la IA podría detectar en qué fase del test un usuario muestra señales similares y prever el riesgo de incompreensión o ignorancia, incitando a la plataforma a reforzar la explicación en ese punto.

³¹ En un conocido trabajo de 2013 se puso de relieve hasta qué punto los rastros digitales permiten inferir rasgos personales sensibles a partir de información aparentemente trivial. A partir de los “Me gusta” de Facebook de más de 58.000 usuarios que consintieron en facilitar, además, datos demográficos y resultados de test psicométricos, los autores lograron predecir con elevada precisión variables como orientación sexual, origen étnico, religión, afiliación política, rasgos de personalidad, coeficiente intelectual, bienestar subjetivo, consumo de alcohol, drogas y tabaco, así como edad, género, estado civil o antecedentes familiares (por ejemplo, separación de los progenitores antes de los 21 años). Mediante técnicas de reducción de dimensionalidad combinadas con modelos de regresión logística y lineal, el estudio alcanzó tasas de acierto muy significativas: en torno al 88 % para la orientación sexual masculina, el 95 % para la etnia y el 85 % para la afiliación política, mientras que el rasgo de personalidad “apertura a nuevas experiencias” se estimó con una precisión comparable a la de los test psicológicos convencionales. El análisis mostró, además, que incluso un único “like” puede aportar información relevante y que el incremento del número de “likes” mejora la capacidad predictiva, si bien con rendimientos decrecientes. Una exposición detallada de estos resultados puede encontrarse en Kosinski y otros (2013, pp. 5802 y ss.)

La IA también permitiría una segmentación más granular de los inversores no experimentados. En lugar de una simple clasificación binaria basada en apto/no apto, un algoritmo podría clasificar a los inversores en escalas de conocimiento financiero o en grupos de perfiles (conservador sin experiencia, agresivo sin experiencia, experimentado técnico, etc.), lo que posibilitaría personalizar las advertencias. Si bien las normativas analizadas no contemplan diferentes niveles de advertencia, sino que solo fijan -por regla general- unos mínimos, tampoco prohíben expresamente su establecimiento, de manera que las plataformas con IA podrían ir más allá del esos mínimos, adaptando la comunicación de riesgo al perfil del usuario para maximizar su comprensión, lo que además sería plenamente coherente con la obligación general de claridad informativa.

3.2 Ventajas de la IA para la tutela del inversor minorista

El aprovechamiento de los datos digitales del cliente mediante IA abre la puerta a la construcción de un perfil inversor más sólido y ajustado al comportamiento real del cliente, y no solo a su autodeclaración. La utilización de IA en el perfilado del inversor en *crowdfunding* promete, desde luego, varias ventajas, muchas de ellas ya anticipadas.

Hemos de comenzar por la eficiencia y escalabilidad. Una plataforma grande con decenas de miles de inversores podría automatizar el proceso de testeo de forma más inteligente. La IA puede procesar grandes volúmenes de datos rápidamente, detectar anomalías en respuestas (por ejemplo, respuestas incoherentes o patrón de respuesta al azar) y alertar al operador de casos dudosos, así como al propio inversor. No puede soslayarse tampoco la mejora en la precisión de los perfiles, si tenemos en cuenta que los algoritmos de aprendizaje pueden refinar continuamente el modelo de qué constituye un inversor con suficientes conocimientos, alimentándose de nuevos datos (por ejemplo, correlacionando las respuestas del test con el comportamiento posterior del inversor). En la misma línea, la IA aportaría notables ventajas en cuanto a la personalización pues, como se ha apuntado, podría adaptar el lenguaje y énfasis de las advertencias al perfil cognitivo del usuario³².

Otro campo de aplicación podría ser la detección de incoherencias o fraudes en la prueba inicial. Si un inversor responde de forma que aparenta amplio conocimiento, pero su comportamiento en la plataforma sugiere lo contrario, un algoritmo podría señalar esa discrepancia. Constatada la discordancia, la IA podría recomendar reevaluar al usuario o enviarle

³² Por ejemplo, a un usuario joven habituado a interfaces móviles, se le puede mostrar la advertencia de forma visual e interactiva (infografías, simulaciones gráficas de pérdida), mientras que a otro mayor quizás un texto resumido y formal le resulta más comprensible. La IA podría determinar qué formato de advertencia logra mejor retención de la información en cada segmento de usuarios.

material educativo. De hecho, el Reglamento Delegado mencionado *supra* insta a las plataformas a asegurarse de que las preguntas sean comprensibles y suficientemente precisas para obtener información fidedigna; y una IA podría ayudar, justamente, a verificar esa fidelidad detectando respuestas anómalas.

3.3 Algunos riesgos de la IA: construcción de algoritmos, sesgos y protección de datos personales

Si bien la IA muestra notorias ventajas, se debe resaltar también que su introducción en este proceso no estaría exenta de riesgos.

a) En primer lugar, se debe mencionar la controvertida cuestión de la transparencia del algoritmo y la explicación de sus decisiones pues, en muchos casos, los algoritmos, y especialmente los más sofisticados, generan resultados cuya lógica interna resulta difícil de reconstruir y de explicar, incluso para sus propios desarrolladores.

Tampoco puede ignorarse que los algoritmos son igualmente susceptibles de incorporar sesgos: Si la IA se entrena con conjuntos de datos que ya están distorsionados, el modelo reproducirá y consolidará esas distorsiones de manera inevitable.

b) Por otra parte, la protección de datos ocuparía también un lugar relevante en la valoración de las sombras de un sistema de IA como el planteado.

Téngase en cuenta que la prueba de conocimientos, en su configuración actual, ya recopila datos personales (ingresos, patrimonio neto, experiencia laboral). Si la IA propusiera utilizar más datos, nos adentraríamos en un terreno sumamente resbaladizo. Tal y como prevé el RGPD, cualquier uso de datos adicionales requeriría base jurídica, esto es, el consentimiento explícito del inversor para la recopilación y el tratamiento de dicha información³³. Pero incluso contando con dicho consentimiento, el proveedor deberá estarse al principio de minimización de datos o, en otras palabras, a la obligación impuesta en el artículo 5 del RGPD, de emplear únicamente los datos estrictamente necesarios y proporcionales al fin perseguido.

Extrapolando este deber al modelo de IA planteado, se concluye rápidamente que un modelo como el aquí recogido podría incurrir en una vigilancia excesiva del cliente. Además, el Reglamento Delegado 2022/2114 es claro al impedir que la plataforma capture la información introducida en línea³⁴. Lo mismo ocurre en Chile con la nueva Ley N°21.719, que “Regula la

³³ Artículo 6 RGPD.

³⁴ Tal es así que respecto de los datos patrimoniales introducidos por el cliente para la simulación de pérdidas, el artículo 4.5 de Reglamento Delegado deja subrayado que el proveedor de servicios de financiación participativa no puede acceder a dicha información, ni registrarla, ni alterar o interferir en el resultado de la

protección y el tratamiento de los datos personales y crea la Agencia de Protección de Datos Personales” (D.O de 13 de diciembre de 2024, con entrada en vigencia el 1º de diciembre de 2026) y que moderniza la antigua Ley Nº19.628, donde se establece un marco robusto para el tratamiento de datos y se reconocen concretos derechos de acceso, rectificación, supresión, portabilidad y oposición, alineando a Chile con los estándares internacionales del mencionado RGPD, todo bajo la fiscalización de la también creada “Agencia de Protección de Datos” (APD).

Todo esto implica, en suma, que la arquitectura técnica de los algoritmos que se utilicen en este campo deben aislar ciertos datos, pues, si una plataforma quisiera saltarse estas limitaciones para alimentar su IA, podría estar contraviniendo la normativa recién mencionada.

4. Conclusiones

A diferencia de lo que se observa en el derecho comparado, la Ley Nº 21.521 (LF) no contempla un estatuto tutelar diferenciado para el inversor minorista o no profesional. Como alternativa, la ley opta por la figura genérica del “cliente financiero y la fórmula del “perfil del cliente”, centrando la atención en las plataformas de financiamiento colectivo al imponerles ciertos estándares internos de gobierno corporativo y la obligación de informar sobre (a) “Las características y condiciones de los proyectos de inversión o necesidades de financiamiento” y (b) sobre “Los eventuales conflictos de intereses que pudiere tener la plataforma de financiamiento colectivo”.

En este esquema, la LF delega en la potestad reglamentaria de ejecución la definición del contenido de esos estándares y de aquella información (NCG Nº502, de la CMF), lo que deja espacios a la discrecionalidad administrativa y con ella a la incerteza jurídica para los operadores en general y los inversionistas minoritarios en particular.

Como forma de abordar la asimetría de información y la exposición al riesgo que existe entre los inversores minoristas y los calificados o profesionales, la normativa comparada recurre al establecimiento de ciertos límites, aplicables tanto a los promotores, a las plataformas y especialmente a los inversionistas. Así, la regulación comunitaria europea (Reglamento UE 2020/1503) pone especial énfasis en la formación de la voluntad del inversor no calificado, garantizando que este comprenda cabalmente los riesgos involucrados según sus particulares circunstancias y las características del proyecto (*equity crowdfunding*) o tipo de deuda (*lending crowdfunding*) que se le ofrece (prueba de conocimiento inicial). Tendrá siempre, además, un periodo de reflexión y un derecho de retracto.

simulación. No obstante, podrá incluir una función opcional para que los inversores no experimentados potenciales remitan dichos resultados al proveedor, si así lo desean.

En lo que concierne a la regulación chilena, y según se adelantó a formular la hipótesis de esta investigación, se constata que ninguna de estas medidas de protección del inversor minorista ha sido considerada, lo que genera un panorama de desprotección y exposición al riesgo del que la ley no se hace cargo, al menos de modo particular. Por ello, se plantea la necesidad y conveniencia de complementar la actual normativa, partiendo por reconocer las diferencias que existen entre un inversor profesional y uno minorista o no calificado para implementar, desde esa base esencial, las medidas de protección que ha desarrollado el derecho europeo.

El modelo declarativo previsto en la regulación recién mencionada, sin embargo, presenta también una serie de límites importantes, relacionadas con la neutralidad en la formulación de las preguntas que se la hacen al inversor minorista y a la falta de formación de las plataformas en ámbitos del conocimiento que no les son propios, como la econometría o la psicología, entre otros; con el hecho de que los inversores no siempre actúan como sujetos económicamente racionales y que, por el contrario, se encuentran sujetos a sesgos cognitivos que pueden llegar a distorsionar el proceso decisorio; y, en fin, con la falta de educación financiera de muchos inversores minoristas, que no siempre comprenden bien las preguntas formuladas.

Por lo anterior, la IA ofrece importantes ventajas para minimizar la exposición al riesgo del inversor minorista, mediante algoritmos que analicen la huella digital pública del cliente como insumo para la conformación real de su perfil. Más allá de las respuestas que este pueda entregar ante un elenco más o menos idóneo y confiable de preguntas, generadas además en un esquema binario de “apto/no apto” que no discrimina según la multiplicidad de factores que inciden en la toma de decisiones de inversión, la IA puede levantar alertas que lleven a reforzar el proceso de cualificación de ese potencial cliente y de su “perfil” como tal inversor no profesional, a modo de blindaje adicional frente a un riesgo que no ha podido ser cabalmente comprendido y dimensionado en el esquema dualista recién planteado.

El uso de la IA en este ámbito, con todo, presenta también ciertos riesgos, principalmente de cara a la protección de los datos personales de los inversores por parte de las plataformas y de aquellos terceros que les prestan servicios que suponen acceso y manejo de esa información. Ello impone, por tanto, un cuidado especial a la hora de diseñar y usar estos algoritmos, pues para ello deberá tenerse en cuenta especialmente la normativa vigente sobre protección de datos.

Bibliografía citada

AZOFRA, F. El concurso de acreedores de las plataformas de financiación participativa. En: CUENA, M. (Dir.). **Aspectos legales de la financiación en masa o crowdfunding**. Valencia: Tirant lo Blanch, 2020. p. 571-590.

CEA, J. Dominio legal y reglamentario en la Constitución de 1980. **Revista Chilena de Derecho**, v. 2, n. 11, p. 417-431, 1984.

CHRISTENSEN, C. y BOWER, J. Disruptive technologies: catching the wave. **Harvard Business Review**, v. 73, n. 1, p. 43-53, 1995.

COLLDEFORNS, E. Drawing a line in the sand (box): challenges of regulatory sandboxes for Fintech Companies. En: MARTÍNEZ, M. (Dir.). **Blockchain, Fintech and the Law**. Valencia: Tirant lo Blanch, 2022. p. 275-325.

CORDERO, E. El sentido actual del dominio legal y la potestad reglamentaria. **Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso**, n. XXXII, pp. 409-440, 2019.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA). **Crowdfunding in the EU 2024** (ESMA50-2085271018-4039). Paris: ESMA. Disponible en: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-01/ESMA50-2085271018-4039_ESMA_Market_Report_-_Crowdfunding_in_the_EU_2024.pdf. [Fecha de consulta: 8 de enero de 2025].

ESTRIN, S. et al. Access to Digital Finance: Equity Crowdfunding across Countries and Platforms. **Discussion Paper Series**, n. 16679, 2023.

FONTICIELLA, B. **La protección del inversionista minorista en el panorama Fintech**. Madrid: Dykinson, 2021.

GONZÁLEZ DE AUDICANA, F. **Las Fintech B2C: análisis práctico y jurídico**. Barcelona: Aferre, 2019.

KAWAMOTO, C. y GIOVINAZZO, R. A systematic review of the debate and the researchers of Disruptive Innovation. **Journal of Management & Innovation**, v. 14, n. 1, pp. 73-81, 2019.

KILBORN, J. El crowdfunding y el crowdlending en EE.UU. Marco regulatorio, exenciones y consecuencias. En: CUENA, M. (Dir.). **Aspectos legales de la financiación en masa o crowdfunding**. Valencia: Tirant lo Blanch, 2020. p. 123-140.

KIRBY, E. y WORNER, S. Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast. **Staff Working Paper**, n. 3, pp. 1-63, 2014.

KOSINSKI, M. et al. Private traits and attributes are predictable from digital records of human behavior. **Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America (PNAS)**, v. 110, n. 15, p. 5802-5805, 2013.

MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A. y DEL CASTILLO, R. Las plataformas de financiación participativa - crowdfunding-. Su actividad y algunos aspectos específicos de su operativa: el análisis de riesgos - scoring- y la motivación de los gestores. En: MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A. y PAÑEDA F. (Dirs.). **Las plataformas de financiación participativa – crowdfunding-**. Cizur Menor (Navarra): Thomson-Aranzadi, 2018. p. 101-122.

MORENO, E. Cuestiones jurídicas derivadas de la aplicación del crowdfunding. En: MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A. y PAÑEDA F. (Dir.). **Las plataformas de financiación participativa – crowdfunding-**. Cizur Menor (Navarra): Thomson-Aranzadi, 2018. p. 245-266.

PALÁ, R. **Nuevo régimen de los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas: el Reglamento (UE) 2020/1503, de 7 de octubre**. [S.l.]: [s.n.], 2020. Disponible en: https://ga-p.com/wp-content/uploads/2020/10/Nuevo_Regimen_proveedores_europeos.pdf. [Fecha de consulta: 2 de octubre de 2025].

PIERRY, P. El ámbito de la ley. En: AA.VV. **Proceso legislativo en Chile**. Valparaíso: CEAL-UCV, 1991. p. 67-88.

SILVA, A. La jerarquía normativa en la Constitución de 1980. **Revista de Derecho Universidad Católica de Valparaíso**, n. 6, pp. 105-132, 1982.

SOM, A. y KAYAL, P. AI, blockchain, and IoT. En: VUKOVIC, D.; MAITI, M.; GRIGORIEVA, E. (Eds.). **Digitalization and the future of financial services**. [S.l.]: Springer, 2022. p. 141–162.

RAMOS, J. y GONZÁLEZ, Á. La financiación participativa (*Crowdfunding*) en datos. En: CUENA, M. (Dir.). **Aspectos legales de la financiación masa o crowdfunding**. Valencia: Tirant lo Blanch, 2020. p. 141-159.

YÁÑEZ, Á. FinTech en la industria financiera: Nuevos espacios de desarrollo y convergencia regulatoria. **Nota Técnica**, n. 1/18. Santiago: Dirección de Estudios de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, 2018. Disponible en: https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/626/articles-29854_doc_pdf.pdf?ts=1600799650 [Fecha de consulta 29 de junio de 2026].

ZIEGLER, T. et al. 4th-European alternative finance benchmarking industry report. Shifting paradigms. **Cambridge Center for Alternative Finance**, 2019. Disponible en: <https://cdn.crowdfundinsider.com/wp-content/uploads/2019/04/CCAF-4th-european-alternative-finance-benchmarking-industry-report-shifting-paradigms-April-2019.pdf> [Fecha de consulta 8 de octubre de 2025].

Jurisprudencia citada

CHILE. Tribunal Constitucional. Sentencia, 9 de abril. 2003. Requerimiento de inconstitucionalidad. Rol n. 370/2003.

UNIÓN EUROPEA. Tribunal de Justicia de la Unión Europea. Sentencia, 14 de noviembre. 2024. Asunto C-646/22.

Normativa citada

Revista Publicum
Rio de Janeiro, v. 11, n. 1, p. 309-347, 2025
<http://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/publicum>
DOI: 10.12957/publicum.2025.95920

ARGENTINA. **Ley N.º 27.349**, 29 de marzo de 2017. Apoyo al capital emprendedor. Buenos Aires: Boletín Oficial de la República Argentina, 2017. Disponible en: <https://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=273567>. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

ARGENTINA. **Ley de Apoyo al Capital Emprendedor, N.º 27.349**, 12 de abril de 2017. Buenos Aires: Boletín Oficial de la República Argentina, 2017. Disponible en: <https://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/270000-274999/273567/texact.htm>. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

ARGENTINA. **Comisión Nacional de Valores (CNV). Resolución General N.º 700/2017**, 26 de julio de 2017. Buenos Aires: CNV, 2017. Disponible en: <https://www.argentina.gob.ar/normativa/nacional/resoluci%C3%B3n-700-2017-277353>. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

ARGENTINA. **Secretaría de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa. Resolución N.º 598-E/2017**, 3 de noviembre de 2017. Buenos Aires, 2017. Disponible en: <https://www.argentina.gob.ar/normativa/nacional/resoluci%C3%B3n-598-2017-285860>. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

AUSTRALIA. **Corporations Amendment (Crowd-sourced Funding) Act 2017**, 21 de septiembre de 2018. Canberra: Federal Register of Legislation, 2017. Disponible en: https://www.aph.gov.au/Parliamentary_Business/Bills_Legislation/Bills_Search_Results/Result?bId=r5984. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

COLOMBIA. **Ley N.º 964 de 2005 (Ley de Valores)**, 8 de julio de 2005. Bogotá: Diario Oficial de la República de Colombia, 2005. Disponible en: <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=22412>. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

COLOMBIA. **Decreto N.º 2555**, 15 de julio de 2010. Bogotá: Diario Oficial de la República de Colombia, 2010. Disponible en: <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=40032#:~:text=Por%20el%20cual%20se%20recogen,y%20se%20dictan%20otras%20disposiciones>. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

COLOMBIA. **Decreto N.º 1357**, 31 de julio de 2018. Bogotá: Diario Oficial de la República de Colombia, 2018. Disponible en: <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=87770>. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

ESPAÑA. **Ley 5/2015**, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. *Boletín Oficial del Estado*, n.º 101, 29 de abril de 2015. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-4607>. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

ESPAÑA. **Ley 18/2022**, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas. *Boletín Oficial del Estado*, n.º 234, de 29 de septiembre de 2022. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2022-15818>. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

ESTADOS UNIDOS. **Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)**, 5 de abril. 2012. Washington, DC: U.S. Government Publishing Office, 2012. Disponible en: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-112publ106/pdf/PLAW-112publ106.pdf>. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

ESTADOS UNIDOS. **Regulation crowdfunding: general rules and regulations**. Washington, DC: U.S. Government Publishing Office, [s.d.]. Disponible en: <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-227>. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

ESTADOS UNIDOS. **Regulation crowdfunding: a small entity compliance guide for issuers**. Washington, DC: U.S. Securities and Exchange Commission, [s.d.]. Disponible en: <https://www.sec.gov/resources-small-businesses/small-business-compliance-guides/regulation-crowdfunding-small-entity-compliance-guide-issuers>. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

ESTADOS UNIDOS. **Securities Act of 1933**. Washington, DC: U.S. Government Publishing Office, 1933. Disponible en: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

UNIÓN EUROPEA. **Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo**, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. *Diario Oficial de la Unión Europea*, L 173, 12 de junio de 2014. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32014L0065>. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

UNIÓN EUROPEA. **Directiva (UE) 2020/1504 del Parlamento Europeo y del Consejo**, de 7 de octubre de 2020, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros. *Diario Oficial de la Unión Europea*, L 347, 20 de octubre de 2020. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32020L1504>. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

UNIÓN EUROPEA. **Reglamento (UE) 2016/679 del Parlamento Europeo y del Consejo**, de 27 de abril de 2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y por el que se deroga la Directiva 95/46/CE (Reglamento general de protección de datos). *Diario Oficial de la Unión Europea*, L 119, 4 de mayo de 2016. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2016/679/oj>. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

UNIÓN EUROPEA. **Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo**, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE. *Diario Oficial de la Unión Europea*, L 168, 30 de junio de 2017. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj>. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

UNIÓN EUROPEA. **Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo**, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937. *Diario Oficial de la Unión Europea*, L 347, 20 de octubre de 2020. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2020/1503/oj>. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

UNIÓN EUROPEA. **Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión**, de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y a los términos definidos a efectos de dicha Directiva. *Diario Oficial de la Unión Europea*, L 87, 31 de marzo de 2017. Disponible en: https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

UNIÓN EUROPEA. **Reglamento Delegado (UE) 2022/2114 de la Comisión**, de 13 de julio de 2022, por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican la prueba inicial de conocimientos y la simulación de la capacidad de soportar pérdidas para inversores potenciales no experimentados en proyectos de financiación participativa. *Diario Oficial de la Unión Europea*, L 284, 4 de noviembre de 2022. Disponible en: https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2022/2114/oj. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

UNIÓN EUROPEA. **Reglamento Delegado (UE) 2022/2119 de la Comisión**, de 13 de julio de 2022, por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la ficha de datos fundamentales de la inversión. *Diario Oficial de la Unión Europea*, L 285, 7 de noviembre de 2022. Disponible en: https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2022/2119/oj. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

Otros documentos citados

BANCO DE DESARROLLO DE AMÉRICA LATINA – CAF. **Las Pymes en Chile**. [S.L]: CAF, 2023. Disponible en: https://scioteca.caf.com/bitstream/handle/123456789/2132/CAF_PYMES_CHILE.pdf?sequence=6&isAllowed=y [Fecha de consulta: 4 de septiembre de 2025].

BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO. **Fintech en América y el Caribe**. Washington, DC: BID, 2022. Disponible en: <https://www.finnovista.com/wp-content/uploads/2022/05/FitechLatAm.pdf> [Fecha de consulta: 4 de septiembre de 2025].

BIBLIOTECA DEL CONGRESO NACIONAL DE CHILE. **Historia de la Ley n. 21.521: mensaje**. Santiago: BCN, [s.d.].

BROOTA. **Condiciones de uso del mercado secundario**. [S.L.]: Broota, 2025. Disponible en: https://inversion.broota.com/wp-content/uploads/2025/04/CONDICIONES_DE_USO_DEL_MERCADO_SECUNDARIO.pdf. [Fecha de consulta: 20 de noviembre de 2025].

CENTRO DE COMPETENCIA. **Gobierno presenta el esperado proyecto de Ley Fintech**, 2021. Disponible en: https://centrocompetencia.com/gobierno-presenta-esperado-proyecto-ley-fintech/?utm_source=chatgpt.com [Fecha de consulta: 19 de octubre de 2025].

COMISIÓN PARA EL MERCADO FINANCIERO. **White Paper**, Santiago: CMF, 2019. Disponible en: https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/articles-25860_recurso_9.pdf [Fecha de consulta: 22 de junio de 2025].

Revista Publicum
Rio de Janeiro, v. 11, n. 1, p. 309-347, 2025
<http://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/publicum>
DOI: 10.12957/publicum.2025.95920

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Charges crowdfunding portal, issuer, and related individuals for fraudulent offerings**. Washington, DC: SEC, 2021. Disponible en: <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2021-182>. [Fecha de consulta: 16 de octubre de 2025].

UNITED STATES. **17 CFR, part 227, subpart C**. Washington, DC: U.S. Securities and Exchange Commission, [s.d.]. Disponible en: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-227/subpart-C> [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2025].

.....

Eduardo Jequier Lehedé

Doctor en Derecho, Universidad de Valencia, España. Profesor Titular, Facultad de Derecho y Ciencias Sociales, Universidad San Sebastián, Santiago, Chile.

Beatriz Fonticiella Hernández

Doctora en Derecho, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria. Profesora Permanente Laboral, Facultad de Ciencias Jurídicas, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, Las Palmas, España.

.....

Enviado em: 29/12/2025

Aprovado em: 13/07/2026