

Crowdfunding como alternativa para el financiamiento de empresas

Tomás Martínez Navarro¹

Resumen: El crowdfunding consiste en solicitar y recibir financiamiento por un grupo grande de personas a través de plataformas tecnológicas donde concurren proveedores y solicitantes de fondos. En principio, se sostiene que el surgimiento de las plataformas que permiten el financiamiento colectivo responde a necesidades insatisfechas en el mercado. A nivel local, el tema surge en el contexto académico para la búsqueda de opciones que permitan superar las limitaciones que tiene la pequeña y mediana empresa para obtener recursos para su crecimiento, mientras que aquellas de reciente creación y emprendimientos individuales o grupales tienen dificultades para fomentar su arranque, razón por la cual estudiar el crowdfunding representa una oportunidad para mirar más allá del financiamiento bancario y del mercado de capitales. En este contexto, el presente artículo dividido en dos secciones, discute por un lado, los aspectos fundamentales de esta alternativa de financiamiento, los tipos de crowdfunding, la diferencia entre la actividad realizada por las plataformas y los bancos; y por otro, las razones que existen para regular la actividad, algunas de las normas dictadas en distintos países de Europa y América, así como otros aspectos contractuales que surgen en la relación entre los participantes en la plataforma.

Palabras claves: plataformas de financiamiento participativo, plataformas de financiamiento colectivo, financiamiento participativo.

Abstract; The crowdfunding consists in requesting and receiving financing by a larger group of people through technological platforms where providers and

¹ Maestría en Derecho Bancario y Financiero, Queen Mary University of London, 2016. Especialidad en Derecho Corporativo, Universidad Metropolitana, 2012. Abogado, Universidad Católica Andrés Bello, 2010. Licenciado en Educación Ciencias Pedagógicas, Universidad Católica Andrés Bello, 2004. Profesor, Facultad de Derecho, Universidad Católica Andrés Bello. Caracas, Venezuela. tomas.martineznavarro@gmail.com temartinez@ucab.edu.ve

requestors of funds concur. In principle, it is sustained that the emergence of the platforms that allow the crowdfunding responds to the unsatisfied needs in the market. At local level, the topic arises in the academic context to explore options that allow to overcome the limitations of the small and medium size companies for obtaining resources for their growth, while those emerging companies and individual or group of entrepreneurs have difficulties to promote their launching, and as a result the study of crowdfunding represents an opportunity to look beyond the bank financing and capital markets. In this context, this article divided in two sections, discuss on one side, the fundamentals aspects of this alternative of financing, the types of crowdfunding, the difference between the activity perform by the platforms and the banks; and on the other side, the reasons that exist to regulate the activity, some of the regulations enacted in different European and American countries, as well as other contractual aspects that emerge in the relationship between the participants in the platform.

Key words: crowdfunding platforms, crowdfunding, peer-to-peer platforms, loan-based platforms, donation-based platforms, equity-based platforms.

Introducción

La elección del tema que titula el presente artículo con su correspondiente análisis, surge en el marco de la propuesta temática de la Sociedad Venezolana de Derecho Mercantil para la organización de la I Jornada de Derecho Mercantil celebrada en la Universidad Católica Andrés Bello el pasado 5 de diciembre de 2018. Por ello, el contenido de este trabajo versará sobre los tópicos que fueron desarrollados dentro un Panel de Invitados que presentó ponencias sobre distintos modos de financiamiento que pueden ser utilizados por las empresas.

Asimismo, sin la pretensión de ser exhaustivos, se incorporan algunas ideas sobre el fundamento de la regulación financiera y la actividad regulatoria del crowdfunding, que complementan los tópicos discutidos en esa oportunidad y no

podieron ser abordados en razón del tiempo dispuesto para la ponencia, pero que resultan de valioso comentario para la difusión del conocimiento sobre el tema y la puesta en práctica de esta alternativa de obtención de recursos.

Es de notar, que la discusión sobre las formas y alternativas de financiamiento empresarial no ocurre de manera aislada en un evento académico de Derecho Mercantil, debido a que actualmente en el país, la pequeña y mediana empresa por ejemplo, experimentan limitaciones para la obtención de recursos para su crecimiento, mientras que aquellas de reciente creación y emprendimientos individuales o grupales tienen dificultades para fomentar su arranque, por lo que la aproximación al crowdfunding representa una oportunidad para mirar más allá del financiamiento bancario y del mercado de capitales, y tomar en cuenta alternativas de bajo costo, descentralizadas, con propuestas diferenciadas y desarrolladas sobre la base de la inclusión financiera.

1. Sobre el crowdfunding

1.1. Aspectos generales

El término *crowdfunding*² en su sentido literal hace referencia al acto de recibir financiamiento por un grupo grande de personas. En países de habla hispana, suele traducirse por las nuevas regulaciones como financiamiento o financiación colectiva, ello en razón de que tal actividad se caracteriza por la participación de tres tipos de sujetos: (i) el promotor o solicitante de los fondos; (ii) el proveedor de los fondos; y (iii) los organizadores de la plataforma a través de la cual se relacionan y reciben dichos fondos.

En este sentido, a la dinámica de tal actividad acudirían una persona natural, un grupo de emprendedores, pequeñas y medianas empresas, denominadas

² De acuerdo a la traducción libre del término dado por el Diccionario Cambridge, *Crowdfunding* es la práctica de financiar colectivamente mediante pequeños aportes individuales a proyectos de negocios, generalmente utilizando Internet. Disponible en: <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english-spanish/crowdfunding>. Último acceso: 21/02/2019.

promotores o solicitantes, quienes realizarían una campaña a través de la plataforma en línea, para divulgar el proyecto que requiere de financiamiento por parte de prestamistas o inversores, que fungen como proveedores de los fondos, y cuyos recursos una vez obtenidos, podrían destinarse al consumo personal, el capital de trabajo o la adquisición de bienes para la realización de diversas actividades. Dicha actividad, ocurriría por medio de plataformas tecnológicas que facilitarían el relacionamiento y flujo de fondos entre el solicitante y proveedor, con lo cual actuarían como una figura de enlace entre ambos sujetos³.

El surgimiento de las plataformas de financiamiento colectivo responde a necesidades insatisfechas en el mercado, entre las cuales puede mencionarse la dificultad de los emprendedores, pequeña y mediana empresa para recibir créditos bancarios; reducida viabilidad de pequeñas y medianas empresas de acudir al mercado de capitales; disminución de la disponibilidad de crédito en los países más afectados por la crisis financiera 2007-2009; alto número de población no bancarizada o desatendida desde el punto de vista financiero, y el surgimiento e impulso de la utilización de la tecnología en el sector financiero⁴.

Sin embargo, aunque tales razones en términos generales son aplicables a todos los mercados en los que las plataformas surgen; la aparición, desarrollo y crecimiento del mercado en América Latina respondería entre varios factores, al nivel de adopción de soluciones bancarias en línea o móviles, el clima de inversión que está facilitando la creación de fondos y el desarrollo tecnológico, las experiencias previas en innovación en productos financieros, la demanda de

³ Crowdfunding's Potential for the Developing World (2013) World Bank. Pp. 14-19. Disponible en: <http://documents.worldbank.org/curated/en/409841468327411701/pdf/840000WP0Box380crowdfunding0study00.pdf>. Último acceso: 02/04/2019.

⁴ Tomando como referencia lo indicado en varios documentos relacionados con el tema de crowdfunding, en lo que se examinan las oportunidades y riesgos, así como sus diferentes esquemas de funcionamiento. Jeremy C. Stein, Crowdfunding for community development finance (2014) Bank for International Settlements. Disponible en: <https://www.bis.org/review/r140325a.pdf>. Último acceso: 02/04/2019; Crowdfunding's Potential for the Developing World, Pp. 14-19.

servicios en los consumidores no bancarizados y la existencia de un marco regulatorio y político favorable para la introducción de tales plataformas⁵.

Ahora bien, en relación con la utilización de plataformas tecnológicas como medio para la promoción de proyectos y obtención de capital, es oportuno señalar que su aparición la localiza dentro de una de las categorías de innovaciones Fintech⁶, particularmente en cuanto refiere a los servicios de obtención de préstamos/financiamientos. El Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en Inglés) utiliza por ejemplo una categorización en la que representa a tres sectores de productos enfocados en la innovación de los servicios propios del sector bancario, a saber: i) créditos, depósitos y préstamos/financiamiento (en el que se encuentra como se mencionó, el crowdfunding); ii) pagos, compensación y liquidación; y iii) gestión de inversiones; así como un sector de servicios de soporte de mercado que apoyan al desarrollo de iniciativas fintech pero no son de exclusiva utilización en tal sector, como por ejemplo las tecnologías de la nube, móvil, internet de las cosas, inteligencia artificial, entre otras⁷.

Respecto del modelo de negocios de las plataformas en referencia, tiene significado precisar varios de sus elementos. En primer término, que la actividad realizada por la plataforma pareciera no consistir en intermediación financiera⁸, debido a que sus organizadores pese a estar en medio de la relación entre promotor y proveedor de los fondos, no realizan la actividad de captación de

⁵ Tania Ziegler y otros, Reaching New Heights: The 3rd Americas Alternative Finance Industry Report (2018) Cambridge Centre for Alternative Finance. P. 22. Disponible en: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/reaching-new-heights/#.XLIeRZNKiCQ>. Último acceso: 02/04/2019.

⁶ El término alude a las innovaciones tecnológicas que ocurren en el campo financiero y podrían dar como resultado nuevos modelos de negocios, aplicaciones, procesos o productos con consecuencias materiales en los mercados e instituciones financieras, así como en la prestación de servicios financieros. Ver: Financial Stability Implications from FinTech, Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention (2017). Enlace: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf>. Último acceso: 02/04/2019.

⁷ Basel Committee on Banking Supervision, Sound Practices: Implications of Fintech developments for banks and bank supervisors (2018) Bank for International Settlements. P. 9. Disponible en: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d431.pdf>. Último acceso: 02/04/2019.

⁸ En ausencia de una regulación sobre la actividad de crowdfunding en Venezuela, considero que el término intermediario para referirse al sujeto que se encuentra entre el prestamista/inversionista y prestatario no refleja la realidad del modelo de negocio detrás del crowdfunding a pesar que existe una actividad que pudiera ser similar. Por tanto, la definición de intermediación financiera en el artículo 5 del Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley de Instituciones del Sector Bancario, publicada en la Gaceta Oficial N° 40.557 del 08/12/2014, en principio no incluiría la realización de esta actividad.

fondos propiamente dicha y por ende no son los encargados de canalizarlos a sus demandantes aplicando criterios de rentabilidad de crédito.

Por tanto, en el entorno de la innovación, se sostiene que la actividad que realizan las plataformas se califica como de desintermediación financiera, toda vez que son los participantes quienes toman la decisión de otorgar el crédito o invertir en el proyecto, por medio de las facilidades que otorga la plataforma, con lo cual el dinero no sería técnicamente captado para su canalización por la plataforma, sino que fluye entre los prestamistas, inversionistas y promotores con los medios que ofrece la misma, quedando tales recursos separados del balance de la compañía que posee la plataforma, o en el menor de los casos, permaneciendo dichos fondos por muy corto tiempo dentro de tal balance, mientras el dinero fluye entre las partes.

En consecuencia, atendiendo a la conceptualización de su modelo de negocio, las plataformas de crowdfunding no proveen de dinero directamente a sus solicitantes, sino que lo proporcionan los prestamistas o inversionistas quienes acuden a la campaña del proyecto objeto de la financiación. A lo anterior, se suma el hecho de que toda la relación entre quienes forman parte de la actividad de crowdfunding surge por medios electrónicos, a diferencia del modelo tradicional de intermediación.

A todo evento, en cualquiera de los escenarios, las plataformas actúan esencialmente como medios para conectar la provisión y demanda de capital entre prestamistas, inversores y promotores a través de mecanismos electrónicos; éstos últimos quienes tendrán que reintegrar capital e intereses, dividendos, entrega física de bienes y servicios, o únicamente información acerca del impacto económico y social de la donación de fondos⁹.

⁹ Diego Herrera, *Alternative Finance (Crowdfunding) Regulation in Latin America and the Caribbean* (2016) InterAmerican Development Bank. Pp. 2-3. Disponible en: <https://publications.iadb.org/en/alternative-finance-crowdfunding-regulation-latin-america-and-caribbean-balancing-act>. Último acceso: 02/04/2019.

En ocasiones, podría darse el caso que la plataforma sirva de enlace entre el solicitante y bancos e instituciones de crédito, que bajo determinados requisitos de cumplimiento y acuerdos previos con la plataforma, podrían aprobar y originar los créditos en cuestión, además de asegurarse del cumplimiento de las normas aplicables sobre la materia¹⁰.

Por lo anterior, el crowdfunding como mecanismo de financiamiento es calificado como una opción alternativa¹¹ al crédito bancario y el mercado de capitales, con la ventaja de su bajo costo, ausencia de requerimientos de capital regulatorio para quienes participan del lado de la plataforma, prestamistas o inversionistas, entre otros requisitos¹². Sin embargo, esto no significa que tal modalidad financiera no se encuentre sujeta a un marco regulatorio, por el contrario, su desarrollo en el mercado está impulsando a los organismos reguladores en distintos países a emitir normativa que considere por ejemplo, aspectos generales de funcionamiento, requerimientos mínimos, mecanismos de divulgación de información de los proyectos y de protección de los usuarios, prestamistas e inversionistas, prevención de legitimación de capitales, prevención de riesgos, entre otros.

1.2. Tipos de crowdfunding

Los tipos de crowdfunding pueden diferenciarse bien por la forma en que el capital es provisto o por la relación contractual que surge entre los actores, los cuales ocurren a través de esquemas o modelos de: (i) donaciones o recompensas, (ii) préstamos, y (iii) acciones.

¹⁰ Ken Michlitsch, An Introduction to Alternative Lending (2018) Investment Insight Morgan Stanley. Disponible en: https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/investment-insights/ii_anintroductiontoalternativelending.pdf. Último acceso: 02/04/2019.

¹¹ No obstante, es valioso mencionar que bajo la categoría de financiamiento alternativo (*alternative finance*) se encuentran otras formas que no se limitan al crowdfunding, como por ejemplo puede ser el caso de factoring, invoice trading.

¹² Julian Craughan y otros, Online lending platforms and securitisation: bringing the wholesale market to the individual (2015) Butterworths Journal of International Banking and Financial Law. Pp. 348-352. Adicionalmente, en Diego Herrera, Ob. cit. Pp. 2-3.

- i. Crowdfunding de donaciones y recompensas: consiste en la captación de fondos a través de su donación, que pueden darse por parte de personas naturales o jurídicas, en pequeñas cantidades de dinero, y cuyos recursos van a ser destinados a un proyecto benéfico o con fines de utilidad pública, y no generará retorno financiero o material a quien lo otorga¹³.

En el caso del crowdfunding de recompensa, cuyo esquema es similar al de donaciones, difiere únicamente en el aspecto de que la persona que otorga los fondos para una causa, si espera recibir un pago en especie, que puede variar desde un ejemplar o modelo del objeto que está financiando, la invitación a un evento que está siendo organizado, o el reconocimiento particular por su aporte en la contribución a una causa.

En ambos modelos, se dice que quienes otorgan los fondos se constituyen como *backers/supporters* de la iniciativa que propone la persona o grupo de éstas que solicita el dinero para llevar a cabo la actividad, debido a que se convierten en sus seguidores. Igualmente ocurre que en este mecanismo bajo las dos modalidades, la plataforma realiza un cargo en un porcentaje que oscila entre el 3 y 5 a los promotores que persiguen el financiamiento, por los servicios recibidos en dicho medio digital.

El crowdfunding de donación o recompensa se caracteriza porque los promotores la utilizan para reunir recursos para financiar el desarrollo o preventas de productos, razón por la cual los riesgos asociados giran alrededor de la no terminación del proyecto que recaba los fondos, su no funcionalidad o baja calidad. En caso contrario, y particularmente en el esquema de recompensas, las plataformas exigen a los participantes su entrega, la cual es distinta conceptualmente de un retorno financiero o material.

¹³ De acuerdo a la definición provista por el Reporte de Financiamiento Alternativo en Reino Unido. Peter Baeck y otros, *Understanding Alternative Finance* (2014) Nesta y Universidad de Cambridge. P 8. Disponible en: <https://media.nesta.org.uk/documents/understanding-alternative-finance-2014.pdf>. Último acceso: 02/04/2019.

- ii. Crowdfunding de préstamos: consiste en la búsqueda de fondos a través de créditos que serían otorgados por personas naturales, jurídicas o inversionistas, quienes fungen como prestamistas¹⁴.

En este esquema, los prestamistas acuden a la plataforma y eligen el proyecto al cual quieren destinar sus recursos en calidad de préstamo, conforme a la información que los promotores ponen a disposición en la campaña y ha sido previamente curada o aceptada por la plataforma. Luego, los promotores en caso de recibir los recursos financieros, están obligados a otorgar un retorno financiero a sus prestamistas en forma de capital e intereses, comúnmente variable entre el 2 y 6 por ciento.

Desde el punto de vista contractual, la relación que surge entre los promotores y proveedores de fondos, tiene similitud con la contratación de un préstamo bancario; debido a que dentro de las previsiones legales más comunes, se encuentra la existencia de un calendario de pagos, el cálculo y pago de intereses en cuotas que pueden variar su frecuencia mensual o semestral por ejemplo, así como la fijación de pago del capital en la última cuota.

Respecto del funcionamiento del préstamo, así como todo el proceso de promoción y contratación se realiza electrónicamente, los pagos y el cobro siguen el mismo esquema.

Cabe destacar, que los préstamos bajo esta modalidad pueden ser otorgados bajo las modalidades conocidas como persona-a-persona y persona-a-empresa. En algunos casos, en la modalidad persona-a-empresa, el retorno anual suele ser más alto que en el otro esquema por 1 o 2% adicional; y en el supuesto de requerir el dinero de manera anticipada, las plataformas cobran una comisión.

¹⁴ Diego Herrera, Ob. cit.

Las plataformas en este modelo, participan proporcionando los medios tecnológicos a través de los cuales los promotores pondrían a disposición la información de su campaña de financiamiento y en el que los prestamistas escogerían los proyectos que desean financiar con fines de obtención de retorno. Es menester resaltar, que en esta tarea de desintermediación, la plataforma no es quien ofrece los recursos y toma decisiones sobre el destino de los fondos aportados, así como tampoco realiza captaciones para luego distribuirlos, sino que conecta a ambos grupos, obteniendo por ello una comisión por tal actividad.

Adicionalmente, tales plataformas emiten parámetros para la participación de promotores y proveedores de fondos, revisando y certificando el cumplimiento de requisitos por parte de éstos, reciben y efectúan el pago de los fondos que financiarán los proyectos de los promotores, entre otras actividades que permiten el funcionamiento y la realización de negocios entre sus participantes.

En cuanto a los riesgos de impago al prestamista por parte del promotor, la plataforma no dispone de fondos para cubrir ese capital o las pérdidas que tal operación pudiera generar. En tal caso, realiza gestiones de cobro que serán cargadas a las partes de acuerdo al contrato que medie para ello.

- iii. Crowdfunding de acciones: en este modelo de negocio la plataforma conecta a los inversionistas con proyectos para la inversión, los cuales generarán retorno en la forma de acciones o dividendos.

En consecuencia, la diferencia fundamental con el modelo anterior es la forma de retorno financiero de la inversión que provee el promotor a el inversionista, que en este caso no espera un pago de capital e interés, sino un beneficio derivado de los derechos que contiene una acción en la sociedad mercantil promotora del proyecto o los dividendos que ésta genere cuando su operación provea resultados.

Es de notar en este modelo, que quienes decidan participar como inversionistas usualmente colocan los fondos con el objetivo de obtener un rendimiento dentro de un plazo de 5 a 10 años, a través de un evento de “salida” como lo puede ser la venta de la empresa, la recompra de las acciones por parte de los promotores (accionistas mayoritarios de la sociedad mercantil) o la oferta pública de acciones.

El crowdfunding de acciones tiene una característica relevante, porque en la práctica distingue a dos tipos de inversionistas, uno que actúa a título individual que decide invertir una suma de capital en un proyecto y otro que puede ser catalogado como institucional, en razón de su participación en alguna firma de inversiones a partir de su estrategia de diversificación de portafolios.

Cabe destacar, que los países en los cuales se ha dictado normativa en materia de financiamiento colectivo, establecen condiciones y requisitos para ambos tipos de inversionistas, en relación con la información que deben disponer por parte de los promotores y la plataforma, los montos que pueden invertir en un período de tiempo determinado y los mecanismos de contratación.

1.3. Diferencia entre la actividad de las plataformas y bancos

El modelo de negocio de las plataformas de crowdfunding y los bancos es resaltante en esta sección, debido a que refiere al núcleo de la actividad principal desarrollada por ambos sujetos, como lo es la desintermediación financiera y la intermediación financiera, respectivamente. Es frecuente también que en vez de hacer referencia a desintermediación, se hable de un tipo diferente de intermediación, pero en todo caso, sea ésta denominación o la anterior, el tema es que las actividades de ambos son diferentes.

En este sentido, trazar tal diferencia no sólo permite categorizar la actividad sino también delimitar su ámbito para fines de negocio y regulatorio. En cuanto al primero para quienes participan como promotores, proveedores de fondos y

propietarios de la plataforma; y en relación con el segundo para los innovadores propietarios de la plataforma y los reguladores, principalmente.

Respecto del negocio, pues la elección de un modelo particular remite a sus emprendedores a visualizar el conjunto de actividades, procesos y recursos que deben implementar para ello. Arriba, quedan expuestos los elementos principales para el caso de las plataformas de crowdfunding en cualquiera de sus tipos. Ahora, en relación con la regulación pues remite fundamentalmente a determinar si existe un régimen de autorización, supervisión y cumplimiento que seguir, para que los propietarios de las plataformas y los reguladores, reconozcan el ámbito de sus posibilidades en el marco de esta actividad.

Por ello, viene a colación la precisión de algunos elementos que diferencian entonces la actividad realizada por las plataformas (particularmente las que funcionan en el modelo de préstamos) y bancos, que complementan lo ya expresado y pavimentan las siguientes secciones de este artículo¹⁵.

- Los bancos realizan directamente la actividad de intermediación, al captar directamente los fondos de los ofertantes y canalizarlos a sus demandantes. Las plataformas conectan a oferentes y demandantes, a través de un servicio digital, pero no participan en la labor de intermediación propiamente dicha.
- De lo anterior se desprende otra diferencia asociada a los costos y riesgos. En el caso de la actividad bancaria, los bancos asumen los costos relacionados a la intermediación, el proceso de canalización de fondos, los riesgos de crédito y en general, todos los riesgos operativos y regulatorios inherentes a su rol.

¹⁵ Se ha tomado a título ilustrativo los elementos que sistematiza la OCDE en el papel de trabajo elaborado por Olena Havrylchyk, titulado Regulatory Framework for the Loan-Base Crowdfunding (2018). Disponible en: [http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=ECO/WKP\(2018\)61&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=ECO/WKP(2018)61&docLanguage=En). Último acceso: 02/04/2019.

Las plataformas transfieren los costos y parte de los riesgos expresados, debido a que son los participantes quienes deciden la dirección de los fondos, aceptan por medio de contratos las condiciones y asumen los riesgos de crédito de las operaciones que median en la plataforma. Por supuesto, en cuanto a riesgos operativos y regulatorios de las plataformas, hay diferencias con la de los bancos, fundamentalmente en que estas no están llamadas a cumplir con todos los mínimos exigidos para desarrollar la actividad bancaria, toda vez que no la realizan.

- La provisión de liquidez y transformación de vencimientos son otros dos conceptos diferenciadores. Los bancos en su actividad gestionan ambos elementos. En el primero a través de la administración financiera de los créditos ofreciéndoles en el mercado secundario o transformándolos en productos financieros derivados, con el propósito de obtener liquidez para otras operaciones; y en el segundo porque en su actividad diaria obtienen préstamos a corto plazo que luego son otorgados en un plazo mayor, convirtiendo los pasivos y cobrando la diferencia de intereses como ganancia.

Ahora, las plataformas si bien mediante modelos de negocio sofisticados o en alianza con instituciones bancarias pudieran dotar de liquidez a los proveedores de fondos, a través de mercados secundarios u otras estrategias financieras similares a las utilizadas por los bancos, lo cierto es que en principio no estarían llamadas a realizarlo toda vez que éstas lo que hacen es conectar solicitantes y proveedores para el flujo de fondos, por lo que no requerirían mejorar su perfil de operaciones, dado que los fondos no se encuentran en las cuentas de su balance.

Dicho esto, la llamada transformación de vencimientos tampoco encontraría cabida, visto que las plataformas no captan fondos a corto plazo para ofrecerlos a una mayor, precisamente porque el flujo de unos participantes a otros se transfiere de modo diferente, con lo cual sus ganancias son obtenidas en forma de tarifas que son cobradas por los servicios ofrecidos en la plataforma.

- La capacidad de creación del dinero también es un elemento clave y diferenciador entre las dos actividades. Cuando los bancos otorgan un préstamo, con los recursos captados en su actividad intermediación, al mismo tiempo están generando un depósito en otra cuenta a favor del prestatario, cuyo proceso es entendido como creación del dinero.

Las plataformas no tienen igual posibilidad, no sólo porque como se ha mencionado varias veces el modelo de negocio es diferente, sino porque el préstamo no es generado por éstas, sino por los proveedores de fondos que participan en la plataforma, los cuales carecen de la capacidad de los bancos para crear dinero.

En síntesis, dado que los proveedores de fondos en calidad de prestamistas o inversionistas asumen los riesgos financieros que se han venido esbozando y el modelo de negocio de las plataformas no involucra algunos de los conceptos propios de la actividad de intermediación financiera, como lo son la provisión de liquidez, la transformación de vencimientos o creación del dinero, diferencian su actividad de la realizada por los bancos y se presentan en el mercado como una alternativa para la obtención de recursos.

2. Sobre las implicaciones legales

2.1. Razones para regular

El crowdfunding está despertando interés entre emprendedores, inversionistas y reguladores como alternativa al financiamiento bancario y el mercado de capitales, pese a que el volumen y monto de operaciones aún no alcanza los montos que son otorgados por los mecanismos tradicionales¹⁶.

¹⁶ Olena Havrylchuk, Ob. cit. P. 15.

Para darle proporción al fenómeno, es oportuno mencionar a título ilustrativo algunos datos¹⁷ de la industria en el año de 2016, que indican que el monto de operaciones a través de plataformas en Asia, Europa y América Latina fue de USD 107,01bn, USD 6,14bn y USD 37,98bn, respectivamente. En tales mercados resalta Reino Unido con prevalencia en el mercado de crowdfunding con operaciones que rondan USD 4,98bn y Estados Unidos en América con USD 36,17bn.

En América Latina, la tendencia fue de crecimiento según datos de 2017 comparados con el año 2016, alcanzando un volumen de transacciones de USD 44,3bn, representando un crecimiento de 26% con respecto al año anterior y un promedio anual de crecimiento en la región de 89% en los últimos cinco años. Por supuesto, hay que indicar que el país con mayores cifras es Estados Unidos, seguido por Brasil y México con participación importante, y luego por Chile y Perú con un desempeño muchísimo menor, pero todos igualmente dentro de una perspectiva de crecimiento¹⁸.

Ante tales escenarios, los reguladores se preguntan sobre la necesidad de regulación, visto que la actividad de las plataformas requiere atención desde la perspectiva de estabilidad del sistema (en este caso financiero), fallas de mercado, protección del consumidor y prevención de riesgos que afecten el correcto funcionamiento del negocio. Así, la regulación en materia de crowdfunding se fundamentaría en la misma racionalidad que justifica la regulación bancaria, que no es más que atender a razones sistémicas debido al especial papel de la actividad crediticia (conexa a la actividad bancaria); la corrección de fallas de mercado; la protección de los consumidores e

¹⁷ De acuerdo a los resultados de la Encuesta preparada por el Centre for Alternative Finance de Cambridge University, publicados en los informes titulados Sustaining Momentum: 2nd European Alternative Finance Industry Report y Breaking New Ground: The Americas Alternative Finance Benchmarking Report. Ambos disponibles en: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/>. Último acceso: 02/04/2019. Se consideran ambos de 2016 debido a que la data publicada se encuentra para el mismo año y permite un mejor ejercicio comparativo. No obstante, es de notar que existe para América un reporte publicado en el 2018, pero con datos recogidos en 2017.

¹⁸ Tania Ziegler y otros, Reaching New Heights: the 3rd Americas Alternative Finance Industry Report (2018) Centre for Alternative Finance de Cambridge. Disponible en: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/>. Último acceso: 02/04/2019.

inversionistas respecto del ejercicio de sus derechos económicos (p.e. acceso a información y protección ante establecimiento de monopolios); y prevención de delitos asociados con fraude, legitimación de capitales y financiamiento al terrorismo¹⁹.

La regulación en el contexto que se plantea se refiere al establecimiento y proceso de formación de leyes y normas, en los que se encuentran incluidos actos legislativos e instrumentos normativos emitidos por las autoridades competentes²⁰, que en las plataformas, apuntaría a la normatividad de la actividad crediticia y la conducción de los negocios de crowdfunding.

Actualmente, en la mayoría de los países donde los órganos legislativos y reguladores han tomado postura legal sobre las actividades realizadas por las plataformas, éstos han ejercido su rol mediante el monitoreo de los modelos de negocio y la innovación que los impulsa, así como la evaluación de los riesgos que afectan a la entidad dueña de la plataforma, la estabilidad financiera, el consumidor e inversionista y a la integridad de mercado; trayendo como resultado que aplican selectivamente la normativa existente, cuando no existe regulación especial; efectúan los ajustes que sean necesarios conforme evoluciona la innovación; o emiten nueva normativa²¹.

A propósito de las acciones de órganos legislativos y reguladores, una experiencia²² llamativa entre varias de similar naturaleza, que podría considerarse para el caso de las plataformas crowdfunding por su carácter práctico y su conexión con el fundamento de la regulación bancaria, es la realizada por una

¹⁹ Ver Charles Goodhart, *Financial Regulation: Why, how and where now?* (1998) Routledge pp. 2, 4-9; y Ross Cranston, *Principles of Banking Law* (2009) Oxford University Press Pp. 65-81.

²⁰ La regulación en el marco de la actividad financiera. Rosa M Lastra, *International Financial and Monetary Law* (2015) Oxford University Press p. 113.

²¹ Andrea Enria, *Designing a regulatory and supervisory roadmap* (2018) Copenhagen Business School, disponible en: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/2151635/Andrea+Enria%27s+speech+on+FinTech+at+Copenhagen+Business+School+090318.pdf>. Último acceso: 02/04/2019; desarrolla esta aproximación “híbrida” de las autoridades regulatorias, que por un lado aplican normativa para prohibir aquellas actividades que comportan riesgos, vulneran o violan el marco existente, pero también permiten la innovación y desarrollo, crean espacios de intercambio entre innovadores (empresarios, inversionistas) y entidades reguladoras.

²² Rama Subramanian Gandhi, *Regulating financial innovation - P2P lending platforms design challenges* (2016) Bank for International Settlements. Disponible en: <https://www.bis.org/review/r160520a.pdf>. Último acceso: 02/04/2019.

autoridad financiera, para aproximarse al fenómeno de la innovación. En esta práctica, la entidad como supervisora toma cinco posturas en relación a los nuevos productos y servicios, a saber: ignorándolos; observándolos; regulándolos pasivamente; regulándolos activamente; o prohibiéndolos de acuerdo al caso; una vez que determina si:

- La innovación puede causar daño a gran escala, entonces la prohíbe.
- Es muy pequeño el tamaño o magnitud, entonces la ignora.
- Los consumidores pueden tomar decisiones informadas, entonces previene a los consumidores.
- Es beneficiosa para un número importante de consumidores, entonces la regula pasivamente.
- Es beneficiosa para un número importante de consumidores pero afecta asuntos relacionados con la protección al consumidor, entonces la regula activamente.

Dicho lo anterior a modo de referencia, después de aplicar la metodología más adecuada para analizar los avances en materia financiera según el tipo de mercado y propósitos de la autoridad, debe subrayarse en términos generales la idea de que la regulación de las plataformas crowdfunding es necesaria, no sólo por un tema de fundamentos de la regulación de actividades de naturaleza bancaria, como lo es la actividad crediticia; sino porque la presencia de normas claras, permitiría el fomento de la actividad, permitiría el crecimiento de la industria y la construcción de un marco adecuado para la conducción del negocio, gestión de riesgos, requisitos de capital y liquidez, mecanismos para la divulgación de información, requisitos mínimos para la participación de consumidores e inversionistas, condiciones para la contratación, entre otros²³.

Tal vez, a modo resumen, puede enfatizarse la importancia del carácter técnico que deberá tener la regulación en esta materia, que como se menciona en el

²³ Algunas reflexiones sobre la regulación de las plataformas en Diego Herrera, Ob. cit. Pp. 14-15.

párrafo anterior van dirigidos a los temas de negocio, cuyo fundamento descansaría en la racionalidad de la regulación financiera.

2.2. Algunas normas sobre la materia

La regulación de las plataformas de crowdfunding es un fenómeno novedoso, en desarrollo y cuya formación está asociada al nivel de crecimiento del mercado al cual está dirigido o pretende promoverse. En este sentido, en esta sección se pretende esbozar los instrumentos legales que han surgido en la materia, su lugar de aplicación y contenido. Sin el propósito de ser exhaustivo, la revisión se circunscribe a América y Europa, por lo que Asia Pacífico y África tendrían cabida en un artículo más extenso sobre el tema.

Para continuar con cierto orden en la descripción de los mercados, se comienza esbozando algunas expresiones normativas en Europa y breves referencias a uno de los mercados más activos en el negocio de financiamiento participativo y otra a un mercado cuyo entorno regulatorio podría tener similitudes con el venezolano:

- La Unión Europea (UE) como parte de su plan Fintech, tiene una propuesta de regulación para los proveedores de servicios de crowdfunding²⁴, que fue divulgada por primera vez en Marzo de 2018 y aún a la fecha de preparación de este artículo no ha sido aprobada. Una vez adoptada, la nueva regulación permitirá a las plataformas aprovechar las normas de pasaporte para ofrecer servicios en toda la UE y a los inversionistas proveerá de seguridad jurídica con respecto a normas de protección. Dicha regulación se acompañaría con una propuesta de reforma de la Directiva de la UE conocida como MiFID II que regula los Mercados para Instrumentos Financieros.

Dentro del propósito de las nuevas reglas se encuentran:

²⁴ Propuesta de la Comisión Europea sobre la regulación de Crowdfunding. Disponible en: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/financing-investment/crowdfunding_en. Último acceso: 02/04/2019.

- Adopción de formas alternativas de financiamiento para pequeñas empresas y emprendimientos en su primera etapa.
 - Régimen de protección y garantías para inversionistas.
 - Normas para la divulgación de información de las pequeñas empresas.
 - Normas para el gobierno corporativo y gestión de riesgos.
 - Mecanismos de supervisión.
-
- En Reino Unido existe un régimen de autorizaciones conforme a la Ley de Servicios Financieros²⁵ en razón de las actividades que son realizadas por las plataformas, principalmente aquellas que otorgan préstamos o acciones.

Es de destacar que esta jurisdicción es una de las más vanguardistas en términos regulatorios y de innovación tecnológica, donde existe todo un ecosistema de apoyo de las autoridades financieras a empresas que decidan incursionar en estas actividades relacionadas con el Fintech, mediante regulaciones especiales, *regulatory sandboxes*, programas de aceleración e incubación y otras iniciativas institucionales, para la promoción del uso de nuevas tecnologías en los servicios financieros.

Un ejemplo interesante es que hay determinadas plataformas que recibe fondos públicos (gobierno, bancos de desarrollo, agencias para el desarrollo) para otorgar préstamos solicitados por la pequeña y mediana industria.

- En España fue dictada la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial²⁶ que incluye un conjunto de normas dirigidas a la regulación de las plataformas de crowdfunding o como se denomina en el propio instrumento, plataformas de financiación participativa. Dentro de los elementos más resaltantes se encuentra la disposición de un régimen de autorización, registro y reserva de la actividad, así

²⁵ De acuerdo a lo indicado por la Financial Conduct Authority (FCA) en su página informativa sobre Crowdfunding. Disponible en: <https://www.fca.org.uk/consumers/crowdfunding>. Último acceso: 02/04/2019.

²⁶ Ley 5/2015 de 27 de abril, relativa al fomento de la financiación empresarial. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-4607>. Último acceso: 02/04/2019.

como para el promotor y los inversores, además de una serie de requisitos y procesos que deberán seguirse en la conducción del negocio y en la construcción de relaciones jurídicas de los participantes de la plataforma.

En Estados Unidos uno de los mercados con más actividad y con la regulación financiera más frondosa, debido a que existen normas federales y estatales aplicables, que otorgan un conjunto amplio de competencias de regulación y supervisión a múltiples organismos y entes que trabajan de manera coordinada en los temas bancarios y financieros; resalta sin el propósito de ser amplios en el análisis, lo siguiente:

- La regulación dictada por la Comisión de Valores²⁷ dirigida al tema de condiciones para la emisión de títulos, información a divulgar, protección de inversionistas, montos máximos de emisión de las empresas que participan en estos medios alternativos.

Dichas normas son dictadas en el marco de la Ley JOBS²⁸, ley que tiene como objetivo fomentar el financiamiento de la pequeña empresa mediante la flexibilización de las normas de emisión de valores

Es de notar, que la regulación en comentarios está orientada hacia el crowdfunding de acciones.

- Igualmente posee un régimen de autorización para las plataformas que desean participar.

En América Latina, las regulaciones más relevantes debido al impacto que tienen en el volumen y monto de operaciones, son las dictadas por Brasil y México.

²⁷ Por la Security Exchange Commission (SEC por sus siglas en Inglés). Ver regulación en materia de Crowdfunding. Disponible en: <https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/regcrowdfunding>. Último acceso: 02/04/2019.

²⁸ Por sus siglas en Inglés, que significan Jumpstart Our Business Startup.

- En Brasil la Comisión de Valores²⁹ (CVM) emite una normativa para regular la oferta pública de instrumentos de deuda emitidos por pequeñas empresas, con el objetivo de contribuir al desarrollo de sectores innovadores que emiten instrumentos de mercado y a la vez protegen a los inversionistas.

Dentro de los aspectos más resaltantes, se encuentran criterios de elegibilidad de la empresa, monto anual que puede financiar, condiciones para el inversionista, oferta, información a revelar, registro y autorización de la plataforma.

La normativa emitida también contempla un régimen de autorización para el funcionamiento de las plataformas y asegurar un marco legal para su funcionamiento.

- En México, la reciente Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera³⁰ en México, conocida como Ley Fintech, tiene como propósito regular las compañías y actividades relacionadas con el crowdfunding, así como las dedicadas al dinero electrónico (sistemas de pago o criptomonedas).

En esta regulación resalta por ejemplo la introducción de los denominados *regulatory sandboxes* para las nuevas iniciativas Fintech y un Fintech panel integrado por las autoridades financieras mexicanas para promover la industria. A este instrumento le siguen otras regulaciones, guías, entre otros.

En el caso venezolano, debe señalarse que no existe regulación sobre la materia. Nuestro sistema legal no tiene una base para acoger este tipo de innovación financiera, por lo que la idea en todo caso estaría centrada en la necesidad de un marco regulatorio, cuando las condiciones lo permitan, que incluya al

²⁹ Regulación en materia de crowdfunding. Disponible en: http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/plataformas_de_crowdfunding/Plataformas-eletronicas-de-investimento-participativo-crowdfunding.html. Último acceso: 02/04/2019.

³⁰ Texto de la ley disponible en: http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LRITF_090318.pdf. Último acceso: 02/04/2019.

crowdfunding como una alternativa viable para el financiamiento de emprendedores, pequeña y mediana empresa.

A propósito de lo anterior, es oportuno mencionar que la definición de la actividad de intermediación financiera³¹ merece una revisión no sólo a la luz de la actividad realizada por los bancos, sino también de cara a las transformaciones que tiene el sector financiero con la introducción de innovaciones tecnológicas que impactan modelos de negocio, procesos, productos y servicios, ello con el propósito de modernizar la regulación para dar cabida a las operaciones que pueden hacer los sujetos autorizados, el marco normativo en el que actuarán, el régimen de autorización y supervisión, entre otros aspectos.

En todo caso, respecto del crowdfunding, en líneas anteriores se expusieron algunos elementos en relación con el término de intermediación financiera y las diferencias que pudieran existir con la actividad de las plataformas, los cuales sin duda son de insumo para los apuntes que se deberán tomar en materia regulatoria, debido a que su ámbito determinaría en gran medida el régimen de autorizaciones de los operadores ya sea en la banca o el mercado de valores, las normas aplicables a los productos y servicios (particularmente los innovadores), pero también en lo relacionado con el régimen de tasas de interés, protección de inversiones, gestión de riesgos, entre un importante número de asuntos que requieren de mejor aproximación y una visión más global del mercado.

2.3. Otros aspectos respecto de la contratación por medio de plataformas

La contratación por medio de plataformas es un tema que requiere de desarrollo y análisis particular. Sin embargo, a los fines del artículo pueden mencionarse algunos temas de relevancia³².

³¹ Sobre este concepto y otros relacionados con la actividad bancaria en el marco legal venezolano, merece atención el análisis realizado por José Ignacio Hernández en el libro de Alfredo Morles Hernández sobre La Banca (2016), en su segunda edición, que fue publicada entre la Universidad Católica Andrés Bello y la Universidad Monteavila.

³² De acuerdo a los aportes realizados por Diego Herrera, Ob. cit. y la información pública disponible en los sitios de Kiva, Kickstarter, Indiegogo, Funding Circle, Lending Club, Crowdcube, LendInvest, entre otras.

En primer lugar, se destaca el carácter común de estándares, reglas o normas básicas que las plataformas de crowdfunding, con independencia de su modelo de negocio, establecen a los promotores o solicitantes de fondos. Tales requerimientos, fungen como condiciones mínimas para la contratación con la plataforma, toda vez que sientan las bases de la relación que existirá entre ambos sujetos para el cumplimiento de sus obligaciones.

Segundo, los proyectos de los promotores o solicitantes son sometidos a procesos de revisión de riesgos operativo, crédito y legal, lo cual implica que sus solicitantes tendrán que cumplir con obligaciones de remisión de información y las plataformas con obligaciones derivadas de políticas internas y regulación externa sobre la medición y valoración de riesgos, divulgación de información y hallazgos a otras partes contratantes, órganos reguladores y demás interesados, todo en ello en atención a la normativa que exista en materia de gestión de riesgos y privacidad de datos.

En esta relación que surge entre ambos actores, se suma la que tendrán los promotores una vez su proyecto sea aceptado por la plataforma y esté preparado para recibir los fondos objeto del financiamiento. Así, los solicitantes quedarán obligados a recompensar, pagar el préstamo o ceder las acciones que tenga lugar, como motivo de la transacción celebrada, así como pagar las comisiones y costos fijados por la plataforma. En ese contexto, la plataforma tendrá la obligación de hacer una evaluación similar al inversionista y asegurarse del flujo de fondos de éste hacia los promotores del proyecto.

Tercero, la consideración de los contratos que surgen entre inversionistas individuales o institucionales en calidad de proveedores de fondos con la plataforma. En tales acuerdos resaltan obligaciones de la plataforma en cuanto a la divulgación de información de los proyectos en búsqueda de financiamiento, el proceso de contratación entre solicitantes y proveedores de fondos, tarifas y

cargos por la actividad realizada en la plataforma, mecanismos de resolución de conflictos, entre otros. Igualmente, destacan las obligaciones de los inversionistas en relación con suministro de información, provisión de fondos y condiciones para el retiro u obtención de retorno.

Cuarto, en el marco del crowdfunding de préstamos y acciones, dependiendo del funcionamiento de las plataformas, podrían surgir contratos entre los solicitantes y proveedores de fondos, en los cuales se establecerían las formas, montos y condiciones de las obligaciones de pago de capital e intereses, junto al resto de elementos propios de un contrato de préstamo, o el procedimiento para formalizar la transferencia de acciones.

Quinto, en relación con los esquemas de funcionamiento de las plataformas, también tiene relevancia desde el punto de vista de análisis legal, la consideración del esquema *all-or-nothing* al cual se someten los proyectos para la obtención de financiamiento, el uso de firma electrónica para la suscripción de los acuerdos entre todas las partes, los mecanismos utilizados para el flujo de fondos y su reflejo en la contabilidad (particularmente en las plataformas), y la fijación de montos por tarifas y cargos por servicios.

Consideraciones finales

El crowdfunding como alternativa de financiamiento tiene poco más de una década despertando interés entre emprendedores, inversionistas y reguladores como alternativa al financiamiento bancario y el mercado de capitales. Algunos de los datos indicados en el artículo, así como otros disponibles en fuentes públicas, demuestran la tendencia de crecimiento y el porcentaje de aceptación que tiene entre sus participantes.

En este escenario, es fundamental que la regulación y todos los acuerdos legales que surjan dentro de esta alternativa financiera, se sustenten en el carácter

técnico que requiere la materia, toda vez que ello será lo que permita el fomento de la actividad, el crecimiento de la industria y la construcción de un marco adecuado para la conducción del negocio, donde existan reglas claras para la participación de consumidores e inversionistas.

La discusión y estudio del crowdfunding en Venezuela tiene un doble propósito pese a las limitaciones que existen en términos financieros y regulatorios. El primero, conocer y aprender sobre las experiencias de otros mercados para promover el desarrollo del mercado interno, y el segundo, impulsar la construcción de escenarios y realidades más adecuadas para la creación y utilización de plataformas de crowdfunding que permitan financiar la actividad emprendedora y de la pequeña y mediana empresa, en un entorno en el que probablemente el financiamiento bancario y de mercado de capitales va a ser insuficiente.

A modo de cierre, puede agregarse que el conocimiento de esta alternativa de financiamiento a escala internacional, si bien no permite su aprovechamiento en el corto plazo dentro del país, es una ventana para que promotores y solicitantes de fondos, entiendan su funcionamiento y aspectos legales, en aquellos casos que la empresa tenga planes de crecimiento y expansión a otros mercados donde si pueda ser considerada como una opción viable.

Referencias

Andrea Enria, Designing a regulatory and supervisory roadmap (2018) Copenhagen Business School, disponible en: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/2151635/Andrea+Enria%27s+speech+on+FinTech+at+Copenhagen+Business+School+090318.pdf>. Último acceso: 02/04/2019.

Basel Committee on Banking Supervision, Sound Practices: Implications of Fintech developments for banks and bank supervisors (2018) Bank for International

Settlements. Disponible en: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d431.pdf>. Último acceso: 02/04/2019.

Boletín Oficial del Estado, Ley 5/2015 de 27 de abril (2015) Ley de Fomento de la Financiación Empresarial. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-4607>. Último acceso: 02/04/2019.

Bryan Zhang y otros (2016) Centre for Alternative Finance de Cambridge University, Sustaining Momentum: 2nd European Alternative Finance Industry Report. Disponible en: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/>. Último acceso: 02/04/2019.

Comisión Europea (2018) Propuesta sobre la regulación de Crowdfunding. Disponible en: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/financing-investment/crowdfunding_en. Último acceso: 02/04/2019.

Charles Goodhart, Financial Regulation: Why, how and where now? (1998) Routledge.

Diego Herrera, Alternative Finance (Crowdfunding) Regulation in Latin America and the Caribbean (2016) InterAmerican Development Bank. Disponible en: <https://publications.iadb.org/en/alternative-finance-crowdfunding-regulation-latin-america-and-caribbean-balancing-act>. Último acceso: 02/04/2019.

Jeremy C. Stein, Crowdfunding for community development finance (2014) Bank for International Settlements. Disponible en: <https://www.bis.org/review/r140325a.pdf>. Último acceso: 02/04/2019

Julian Craughan y otros, Online Lending Platforms and Securitisation: bringing the wholesale market to the individual (2015) Butterworths Journal of International Banking and Financial Law.

Financial Conduct Authority, Crowdfunding (2018). Disponible en: <https://www.fca.org.uk/consumers/crowdfunding>. Último acceso: 02/04/2019.

Ken Michlitsch, An Introduction to Alternative Lending (2018) Investment Insight Morgan Stanley. Disponible en: https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/investment-insights/ii_anintroductiontoalternativelending.pdf. Último acceso: 02/04/2019.

Olena Havrylchyk, Regulatory Framework for the Loan-Base Crowdfunding (2018) Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). Disponible en: [http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=ECO/WKP\(2018\)61&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=ECO/WKP(2018)61&docLanguage=En). Último acceso: 02/04/2019.

Peter Baeck y otros, Understanding Alternative Finance (2014) Nesta y Universidad de Cambridge. Disponible en: <https://media.nesta.org.uk/documents/understanding-alternative-finance-2014.pdf>. Último acceso: 21/02/2019.

Rama Subramanian Gandhi, Regulating financial innovation - P2P lending platforms design challenges (2016) Bank for International Settlements. Disponible en: <https://www.bis.org/review/r160520a.pdf>. Último acceso: 02/04/2019.

Robert Wardrop y otros (2016) Centre for Alternative Finance de Cambridge University, Breaking New Ground: The Americas Alternative Finance Benchmarking Report. Disponible en: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/>. Último acceso: 02/04/2019.

Ross Cranston, Principles of Banking Law (2009) Oxford University Press.

Rosa María Lastra, International Financial and Monetary Law (2015) Oxford University Press.

Tania Ziegler y otros, Reaching New Heights: The 3rd Americas Alternative Finance Industry Report (2018) Cambridge Centre for Alternative Finance. Disponible en: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/reaching-new-heights/#.XLIeRZNKiCQ>. Último acceso: 02/04/2019.

World Bank, Crowdfunding's Potential for the Developing World (2013) InfoGov. Disponible en: <http://documents.worldbank.org/curated/en/409841468327411701/pdf/840000WPOBox380crowdfunding0study00.pdf>. Último acceso: 02/04/2019.