

DOCTRINA

Plataformas de financiamiento colectivo y su necesaria confrontación normativa con la insolvencia de la empresa de menor tamaño

*Crowdlending platforms and the need for its regulatory confrontation with
micro, small and medium enterprises insolvencies*

Lorena Carvajal Arenas 

Pontificia Universidad Católica de Valparaíso

Juan Luis Goldenberg Serrano 

Pontificia Universidad Católica de Chile

RESUMEN El artículo aborda el *crowdlending*, una forma de financiamiento desintermediado que opera a través de plataformas tecnológicas, a fin de analizar la situación de los clientes financieros (*retail lenders*) ante la insolvencia de la empresa receptora de inversión, generalmente, una empresa de menor tamaño. Esto carece de regulación en la Ley Fintec y puede generar consecuencias como el aumento del valor del crédito, la reticencia de los financistas a invertir en estas plataformas y su pasividad ante la insolvencia de la empresa, lo que podría conducirla a la liquidación a pesar de su viabilidad. Para superar dichos obstáculos, se plantea la delegación voluntaria de los intereses de los acreedores en un representante propuesto por la propia plataforma, utilizando herramientas de las cadenas de bloques y contratos inteligentes.

PALABRAS CLAVE Plataformas de financiamiento colectivo, insolvencia, empresas de menor tamaño.

ABSTRACT The paper deals with crowdlending, a form of disintermediated financing that operates through technological platforms, to analyze the situation of the retail lenders in case of insolvency of the investee company, generally a micro, small and medium enterprises (MSME). This is not foreseen in the Chilean Fintech Act and could cause an increase in the price of the loans, the refusal of financiers to invest through these platforms and their passivity in case of insolvency of the viable company. The latter would hinder its reorganization and could lead to liquidation, despite its viability. To overcome these obstacles, it is proposed to conduct the creditors' interest through a voluntary

delegation by a representative proposed by the platform, using the tools available from blockchains and smart contracts.

KEYWORDS Crowdfunding platforms, insolvency, micro, small and medium enterprises.

Introducción

La relevancia de las empresas de menor tamaño (EMT)¹ en el escenario empresarial es significativamente alta (G20/OCDE, 2015: 1), superando el 90% a nivel mundial (Gurrea Martínez, 2021: 44).² Este dato asociado con su impacto en el empleo (Davis y otros, 2018: 10-11), la reducción de la pobreza (Banco Mundial, 2015: 2), el desarrollo regional (Greene, 2003: v), la inclusión social (GPFI, 2020: 1), el emprendimiento y la innovación (CNUDMI, 2023: 4), entre otros factores, ha llevado a su identificación como la columna vertebral de la economía. Por este motivo, existe una creciente preocupación legislativa por este tipo de entidades, en la medida en que un deficiente marco regulatorio afecta las estructuras económicas y sociales de los países (Schich y otros, 2017: 6) y, con ello, el crecimiento y el bienestar colectivo.³

A nivel global, se ha identificado que este tipo de empresas enfrenta varias desventajas competitivas, especialmente de carácter financiero (Penrose, 2009: 189 y siguientes; Coakley y Huang, 2023: 1524). Lo anterior fue constatado por el grupo de trabajo 1 de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI), que el 17 de febrero de 2023 acordó un nuevo borrador relativo a medidas para facilitar el acceso al crédito por parte de las EMT. Esto se suma a una serie de estudios que han intentado identificar los obstáculos para su establecimiento, crecimiento y estabilización (CEPAL, 2015; Mayr y otros, 2017; OCDE, 2019). En este contexto, los temas relativos a la obtención de recursos son señalados, de manera permanente, como uno de los principales impedimentos que las EMT deben enfrentar.⁴

1. En el artículo se comprende bajo el rótulo EMT a micro y pequeñas empresas, conforme a lo dispuesto en el artículo 2 de la Ley 20.416 y a los artículos 273 y 286 de Ley 20.720.

2. Según el Ministerio de Economía (2019), las pymes representan el 52,5% del total de empresas y emplean al 38,7% de los trabajadores. En tanto, en las microempresas estos porcentajes alcanzan 44,4% y 5%, respectivamente.

3. En Chile, tal preocupación se ha manifestado en leyes que consideran el fenómeno de la EMT desde diversas perspectivas; entre otras, la Ley 19.587, de 2003, que creó las empresas individuales de responsabilidad limitada; la Ley 20.416, de 2010, conocida como el Estatuto Pyme; el Código del Trabajo, modificado por esa misma normativa; la Ley 20.659, de 2013, conocida como la Ley de Empresa en un Día; y, más recientemente, la Ley 21.563, de reforma de la ley concursal, incorporando procedimientos simplificados para las EMT.

4. Otras dificultades, como aquellas que se refieren al impacto desproporcionado de la regulación

A pesar de los esfuerzos legislativos, varios factores externos suelen destacarse como razones que dificultan el financiamiento. A saber, un sistema financiero poco profundo o los costos administrativos que las instituciones financieras tradicionales tienen que asumir para este tipo de microfinanzas (GPII, 2020: 3; CNUDMI, 2023: 5). Además, existen factores endógenos que pueden ser incluso más complejos de abordar, como la desformalización de las EMT,⁵ la infracapitalización nominal que experimentan (Goldenberg, 2016: 141-225) y ciertos problemas de agencia que conducen al riesgo de subinversión porque tienen demasiada deuda y poco capital para invertir (Myers, 1977: 155), y de sustitución de activos, pues esta clase de empresas no tiene activos fijos que permitan el seguimiento del progreso de la inversión (Jensen y Meckling, 1976: 305-360; López-Gracia y Mestre-Barberá, 2015: 717).

En consideración a estos factores, es posible destacar que la razón principal que se sugiere para explicar el problema de acceso al crédito es la asimetría de la información (Greene, 2003: 14; OCDE, 2010: 3-4; GPII, 2020: 3), que es consecuencia de una grave opacidad acerca de la verdadera situación económica de EMT, en la mayoría de los casos atribuible a la falta de habilidades y conocimientos de los empresarios en esta área (G20/OCDE, 2015: 1; Ministerio de Economía, 2014: 1-3; CNUDMI, 2023: 21). Como resultado, ellas reciben una financiación insuficiente (*financiamiento*)⁶ porque los potenciales financiadores no pueden sopesar si los riesgos se reflejan adecuadamente en las tasas de interés, conduciendo a una ineficiencia en la asignación de recursos (Saito y Tsuruta, 2018: 2470), ya que las EMT suelen ser apreciadas como riesgosas en su conjunto.⁷

Entre las múltiples herramientas que pretenden aminorar la brecha enunciada, se ha destacado el uso de productos y servicios financieros digitales, con especial referencia a las plataformas de financiamiento colectivo (*crowdfunding*, *lending crowdfunding* o *peer-to-peer lending*) (CNUDMI, 2023: 12). Enmarcadas en las lógicas de la economía colaborativa y de las relaciones triangulares, un punto central está en el uso de la tecnología para provocar el encuentro entre oferentes y destinatarios de recursos, limitando los costos de transacción y utilizando en forma intensiva los datos de las partes involucradas por medio de su procesamiento vía algoritmos (Machchavello, 2018: 7). En este punto, el G20 ha expresado que las herramientas del *fintech*

aplicable, limitaciones en el acceso a los mercados o a mecanismos de resolución de conflictos son destacadas por CNUDMI (2023: 4).

5. Navas-Alemán y Guerrero (2016: 1) señalan que, de las 420 a 510 millones de EMT a nivel mundial, solo un 9% son EMT formalizadas, excluyendo a las microempresas.

6. En su momento, la GPII (2020: 1-2), daba cuenta que, a nivel global, casi la mitad de las EMT formalizadas no tenían acceso al financiamiento, lo que en las economías emergentes se ha estimado en aproximadamente cinco billones de dólares.

7. Obsérvese que esto ocurre en el sistema nacional, al menos en lo que se refiere al diseño normativo de valoración del riesgo que comparten consumidores y EMT en el ámbito bancario.

pueden generar un cambio completo de las reglas del juego para el financiamiento de las EMT, en la medida que implican préstamos más baratos, rápidos y de fácil acceso (GPFI, 2020: 9), pudiendo aportar incluso para la consecución de los Objetivos de Desarrollo Sostenible propuestos por las Naciones Unidas (Task Force on Digital Financing of the Sustainable Development Goals, 2020: 30).

En Chile, esta tendencia también es apreciable. De hecho, ya existen más de 150 empresas *fintech* en operación, de las que casi la mitad ha ido expandiendo sus operaciones al resto de Latinoamérica (principalmente a Perú, México, Colombia y Argentina) (InvestChile, 2022: 4). De estas, un 71% ofrece productos a las EMT y un 19% corresponde al ofrecimiento de *crowdlending* (CMF, 2022). Se debe tener presente que el país adhirió a los Principios orientadores para la regulación *fintech* en la Alianza del Pacífico, un breve documento que da cuenta de la creciente importancia de esta clase de desarrollos tecnológicos, la necesidad de permitir la innovación y propiciar regulaciones equilibradas con miras a una adecuada gestión de riesgos y protección de los consumidores financieros. En conformidad con los objetivos y principios consagrados en ese documento, la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) propuso las bases de una nueva regulación, con la cooperación del Banco Interamericano de Desarrollo y de procesos consultivos propiciados con tal fin.

En otro informe, la CMF (2019) se centró en el *crowdfunding* dada su importancia relativa en el universo *fintech*, en la generación de una cultura emprendedora, en aumentar la competencia en el mercado financiero dirigido a las pymes y en la necesidad de dotar de certeza jurídica a una actividad profundamente regulada, como es el mercado financiero. Conforme a ello, se concluyó la necesidad de generar un marco regulatorio «neutral, proporcional y flexible» (CMF, 2019: 9) que permita el desarrollo de la actividad y, a la vez, facilite la contención y supervisión de los riesgos asociados.

Con tales insumos, el 3 de septiembre de 2021 se inició la tramitación legislativa de lo que luego sería la Ley 21.521 conocida como la Ley Fintec. Entre sus fundamentos, el mensaje presidencial evidenció el acelerado fenómeno global de la transformación digital en la prestación de servicios financieros basados en tecnología, teniendo a la vista beneficios asociados como el incremento de la competencia, la promoción de la innovación, el aumento de la inclusión financiera y de la adecuación del producto o servicio ofrecido a las características y necesidades de los clientes. Al mismo tiempo, se expusieron los riesgos implícitos y la necesidad de preservar la confianza y la fe pública, la estabilidad financiera y la protección de los inversionistas y asegurados. Con estos extremos en consideración, el proyecto se propuso como una suerte de ley marco, basada en principios orientadores, pero donde los pormenores de la regulación y la forma de fiscalización quedaría mandatada a la CMF para poder facilitar el ajuste a nuevos modelos de negocio.

En lo que interesa para los efectos de este estudio, se reconoció que uno de los objetivos perseguidos por la nueva regulación es el fortalecimiento del financiamiento

de personas, micro, pequeñas y medianas empresas, relevándolo como un aspecto esencial del proyecto. Lo anterior, considerando que «hay evidencia que señala que un 53,8% de las *fintech*, reporta tener entre sus clientes a personas o empresas no bancarizadas o subbancarizadas. Un 50% atiende a personas o pymes bancarizadas, y de las plataformas que ofrecen créditos, un 71% ofrece servicios a pymes no bancarizadas» (BCN, 2023a: 4). La normativa está en vigor, a pesar de que, para su plena implementación, se requiere un extenso proceso de creación de normas de carácter general por la CMF, que conforme a las apreciaciones de dicha entidad se extendería por 18 meses (artículo primero transitorio de la Ley Fintec).

A propósito de esta ley, el artículo se propone, como contexto, describir el *crowdfunding* de manera abstracta y teórica. Su objetivo consiste en proyectar los efectos de esta forma de financiamiento a una fase de insolvencia de la empresa receptora de inversión (también denominada promotor), normalmente una EMT. A partir de 2023, este tipo de empresa también cuenta con procedimientos concursales simplificados, conforme a la Ley 21.563, de modo tal que se puede vaticinar un mayor uso de la legislación de insolvencia por aquellas, habida cuenta de que este es uno de los propósitos de la reforma a la Ley 20.720, de reorganización y liquidación de empresas y personas.

De esta forma, se pretende, *lege data*, llenar un vacío de la Ley Fintec, pues ella coloca el acento en asegurar la protección del inversionista (cliente financiero), especialmente aquel no sofisticado (*retail lender*),⁸ sobre todo por medio de estándares de transparencia de la información y deberes de adecuación (Owens, 2018: 3; artículo 8 de la Ley Fintec), pero omite otorgar los debidos resguardos para dichos inversionistas en caso de insolvencia de la EMT.⁹ Aún más, ni la Ley Fintec ni la Ley 20.720 prevén una fórmula para contribuir a la viabilidad del negocio en el evento de la apertura de un procedimiento concursal de su promotor.

El objetivo del artículo se alinea con la hipótesis que se plantea, que consiste en que la regulación del *crowdfunding* como una forma de financiamiento para la EMT es insuficiente si se omite un tratamiento adecuado acerca de la operatividad de este instrumento en el supuesto de insolvencia del promotor. En el mediano y largo plazo, tal deficiencia puede ser contraproducente para la propia EMT y para el mercado del crédito en general, pues si no se facilita la participación de los *stakeholders* en

8. Una tendencia que, sin embargo, ha sido global. Para más información, véase Roig Hernando (2016: 330) y el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, del 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas.

9. En caso de simple incumplimiento, la Ley Fintec no contempla norma alguna sobre la fuerza ejecutiva de los créditos digitales. Solo se prevé tal fuerza ejecutiva para el caso de régimen simplificado de títulos de deuda inscritos y transados en la bolsa (artículo 32 número 10). A nivel comparado, sobre la dificultad de cobro de créditos de esta naturaleza se ha pronunciado la doctrina y jurisprudencia argentina (véase nota 41).

esta etapa, particularmente, de los *retail lenders*, esta circunstancia repercutirá en la evaluación del riesgo del crédito que ellos efectúen y podría derivar en la negativa a invertir mediante este tipo de instrumentos. De esa forma, se frenaría de manera importante el desarrollo social y la sostenibilidad de las empresas receptoras de inversión, lo que se configura, justamente, como la finalidad que persigue este medio de financiamiento. Por el contrario, la certeza del cliente financiero acerca de su posición en un escenario concursal estimulará su decisión de inversión y, de esta forma, se facilitará la obtención de fondos a un menor costo por parte de la EMT (Gurrea Martínez, 2021: 49).

El objeto de este artículo responde a la evidencia que indica que la insolvencia es consustancial a las EMT que recurren al *crowdlending*, incluso más que otras empresas, porque usualmente estas no tienen acceso a mecanismos de financiamiento tradicional que les permitan sortear tiempos complejos.¹⁰ Conforme a lo anterior, aquellas presentan debilidades para ajustar sus cargas financieras a su realidad económica. Así, dado que la EMT receptora de la inversión tiene altas probabilidades de cesar en el pago de sus obligaciones (Baillie, 2019: 149)¹¹ y que la normativa aplicable supone que el operador de la plataforma de financiamiento colectivo no asume riesgo alguno, este se radica exclusivamente en el financista,¹² quien normalmente no tiene habilidades para ponderar de forma adecuada tal posibilidad; y, en caso de concurso, tendrá escasos incentivos y conocimientos para participar efectivamente en cualquier forma de solución.

La fórmula que se propone para dar operatividad a la reorganización de la EMT viable en el contexto del *crowdlending* es a través del aseguramiento de la participación del conjunto de inversionistas en el concurso a pesar de su atomización y, en la mayoría de los casos, su falta de sofisticación. En un escenario residual de liquidación, también se deberá asegurar una participación colectiva de los inversionistas con miras a maximizar su tasa de recuperación, de forma tal de evitar el problema de la usual pasividad de los acreedores en procedimientos concursales menores, que tanto dificulta la operatividad de los modelos de corte privatista.

10. Ferreti (2021: 105) explica que existiría evidencia empírica de que las plataformas tienden a segmentar el mercado, de modo que se enfocarían en receptores de fondos con mayores niveles de riesgo de crédito que aquellas con acceso a los mercados de deuda tradicional.

11. El 75% del *crowdfunding* de Europa tiene lugar en el Reino Unido. En esta jurisdicción, la autoridad regulatoria, la Financial Conduct Authority, considera que hay una alta probabilidad de que la compañía destinataria de los recursos puede encontrarse en situación de insolvencia, generando un estatuto de tutelas para el inversionista a partir de tal dato.

12. Así se advierte en la exposición de motivos de la Ley 5/2015, del 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (España) y como una constante en los considerandos 1, 16, 19, 39 y siguientes del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Dicha solución requiere encauzar la participación de los *stakeholders* por medio de la figura de un representante común. De esta forma, se amplía el papel asignado a la plataforma de financiamiento colectivo, que es concebido de una manera limitada por la legislación nacional. Aquí se postula, en cambio, la necesidad de relevar su papel como profesional, sujeto a supervisión de la CMF, a efectos de cumplir en plenitud los objetivos trazados por la ley para esta forma de financiamiento, con especial énfasis en lo que implica dotar de mayor estabilidad al mercado del crédito, a la inclusión financiera y a la seguridad de todos los partícipes en la creciente industria del *fintech*.

Para cumplir el objetivo fijado y probar la hipótesis y las teorías planteadas, el plan a seguir es el siguiente: en primer lugar, se describirá en términos generales el origen y desarrollo de las plataformas de financiamiento colectivo, con especial atención en los riesgos que provienen de los problemas de asimetría informativa y los mecanismos existentes para aminorarlos. Luego, se analizarán los problemas que presenta la Ley Fintec desde la perspectiva de la falta de consideración de la fase patológica del crédito concedido por medio de la plataforma y, en especial, la ausencia de reglas que aclaren la posición y la forma de participación de los acreedores dispersos en un eventual procedimiento concursal del promotor. Por último, se propondrán las bases de participación unitaria por medio de la fórmula de un mandato colectivo concedido al operador de la plataforma, acercando la solución a otras previstas en el ordenamiento nacional, como es el caso de las emisiones de bonos. Por medio de lo anterior se pretenden superar los problemas de pasividad de los acreedores en los concursos menores y dar fuerza al principio de conservación de la empresa viable; en este caso, no solo considerando los aspectos económicos implícitos, sino también la dimensión e importancia social de estos emprendimientos.

Utilizar medios tecnológicos para el financiamiento de las empresas de menor tamaño: Desarrollo y desafíos estructurales

En consideración a las dificultades enunciadas en términos de acceso a los medios de financiamiento, las herramientas de *fintech* pretenden llenar el vacío que se produce respecto a aquellas personas o empresas que no pueden optar por los mecanismos habituales —como el acceso al mercado financiero o al mercado de capitales—, o bien, si acceden, lo harían en condiciones desfavorables (BCN, 2023a: 6).¹³ Esta situación tiene lugar con motivo de la exigencia de garantías que aquellas no pueden otor-

13. En similar sentido, véanse los considerandos 1 y 3 del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, y el considerando 1 de la Directiva (UE) 2020/1504 del Parlamento Europeo y del Consejo, del 7 de octubre de 2020, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros.

gar fácilmente, o bien, que, de otorgarlas, pondrían en riesgo su patrimonio familiar o personal (Goldenberg, 2022: 109-132), y por las estrictas condiciones financieras que se les imponen en términos de tasas de interés, condiciones de pago anticipado, aceleración de la deuda, entre muchas otras.

Conforme a ello, y como ha quedado reflejado en el artículo 1 inciso segundo de la Ley Fintec, uno de los principales incentivos para el desarrollo de estos medios tecnológicos está, precisamente, en los parámetros de la inclusión financiera. De tal suerte que, siguiendo a Abbasi y otros (2021), parecería evidente que, dadas las dificultades de acceso a los medios tradicionales de financiamiento, se impulsaría a las EMT a utilizar las plataformas de *crowdfunding*, donde la ponderación del riesgo se efectúa por medio de las herramientas del Big Data, facilitando y mejorando la calificación del riesgo de crédito y el mérito crediticio (*credit risk assessment* y *creditworthiness test*). Sumado a la disminución en la tasa de interés provocada por la reducción de los costos administrativos, la rapidez del proceso, la rebaja de la burocratización (Ferreti, 2021: 104) y la generación de mecanismos de fidelización, en especial si se trata de financiamientos «con propósitos», el *crowdfunding* ofrece a este tipo de empresas «una vitrina a bajo costo» (la comisión cobrada por la plataforma) para recabar fondos del público por una vía desintermediada, esto es, sin la participación directa de las entidades financieras tradicionales (BCN, 2023a: 173).¹⁴

La emergencia del *crowdfunding* como estrategia de financiamiento colectivo se remonta a mediados de la primera década del milenio por medio de plataformas surgidas casi paralelamente en Reino Unido (Zopa en 2005) y en Estados Unidos (Prosper en 2006) (Ziegler y Shneor, 2020: 65-66). Su funcionamiento entronca la posibilidad de interacción directa entre prestamistas y prestatarios mediante el uso de plataformas tecnológicas (*peer-to-peer lending* o *P2P*), disponibles por medio de páginas web en las que se despliegan proyectos que requieren de financiamiento para su creación, implementación, desarrollo o expansión. Se detalla el monto requerido y los términos y condiciones financieras de la operación.¹⁵

Si bien la tecnología se ha ido incorporando crecientemente a las entidades tradicionales (por ejemplo, *mobile banking*, *roboadvisors*), su uso tiende a ser incluso más

14. A 2020, el monto total del financiamiento vía plataformas alcanzó los 804 millones de dólares estadounidenses, representando un crecimiento anual promedio de un 83% desde 2013 y un incremento de un 64% respecto a 2019.

15. Bouaiss y Maque (2015: 5) agregan que las características comunes de estas plataformas incluyen la posibilidad de los prestatarios de obtener formatos de campaña de levantamiento de recursos (*fundraising*) de sus proyectos fácilmente accesibles; la posibilidad de distribuir la obtención de fondos en pequeños y medianos aportes; y la provisión de información financiera relevante sobre la campaña y su progreso, así como herramientas de comunicación entre las partes. A su turno, Cuenca Casas (2020: 368) nos recuerda que, si bien el operador de la plataforma no es parte del contrato de préstamo, impone sus términos y condiciones a ambas partes, operando como un contrato por adhesión.

intensivo en el *crowdfunding* en la medida en que su lógica se sustenta en una mayor automatización de los procesos y en el uso de algoritmos para la calificación de la inversión (Ferreti, 2021: 112-113), cuestión que importa también el necesario acceso a fuentes de datos que permitan su correcta operatividad (BIS, 2017: 4), bajo la lógica del *open banking* (sistema de finanzas abiertas) (título 3 de la Ley Fintec). A su turno, el uso de la tecnología *blockchain* como soporte de estas plataformas ha supuesto brindar mayor seguridad a la información y a los datos que resultan necesarios para su operatividad, donde también los derechos de los prestamistas o inversores quedan protegidos y pueden ser reconocidos por medio de la implementación de *smart contracts* (Baber, 2020: 123).

En el marco de la aparición y crecimiento de las *fintechs*, las plataformas de *P2P lending* fueron uno de sus primeros desarrollos, promovidos por la crisis *subprime* y la necesidad de generar una diversificación de los portafolios de inversión y nuevos instrumentos de obtención de recursos. Así, las *fintechs* han sido especialmente relevantes para los desafíos que implican las políticas de inclusión financiera mencionadas, no solo desde la perspectiva de los individuos o pequeños empresarios usualmente excluidos de los mercados financieros tradicionales,¹⁶ sino también por parte de las personas interesadas en participar activamente en modelos de inversión directa, colocando cantidades menores para efectos de limitar su exposición y riesgo,¹⁷ pero que, en su totalidad, pueden dar perfecta cobertura a las necesidades de crédito de las EMT.

De tal modo, estas plataformas han ayudado a la democratización del sector financiero en ambos extremos, promoviendo la obtención de recursos por parte de los emprendimientos por medio de la conexión entre potenciales prestamistas y EMT, los que difícilmente podrían haberse relacionado a través de los canales habituales (Ribeiro-Navarrete y otros, 2022: 2384). Incluso, la promoción de estructuras de *crowdfunding* sostenidas a partir de sistemas de *blockchain* permiten eliminar la participación de entidades financieras como intermediarios de flujos, en la medida en que utilicen criptoactivos como moneda de intercambio, como ha ocurrido con Swarm (Baber, 2020: 124).

A pesar de su reciente aparición en el escenario mundial, las formas del *crowdfunding* han ido evolucionando con gran celeridad, de modo que hoy se distinguen modelos basados en el tipo de retribución conseguida (*lending, equity, donation, reward*)

16. Thathsrani y Jianguo (2002: 1-2) incorporan asimismo la variable de la educación financiera digital como promotor de una inclusión financiera de calidad para la EMT. De tal modo, se concluye que esta conlleva beneficios macroeconómicos, entre otros: crecimiento, mayor empleo, reducción de la pobreza y estabilidad macrofinanciera.

17. Aunque ello no resta que inversionistas institucionales puedan actuar como prestamistas, superando la lógica del *P2P* e instando por un *marketplace lending* (BIS, 2017: 17).

(BCN, 2023a: 7);¹⁸ en los tipos de prestatarios (consumidores o emprendedores) y en su relevancia social (*pro-social lending*); en la existencia o no de garantías (*secured o unsecured*), o, incluso, en su utilización como mecanismos de funcionamiento de *factoring*; en colocaciones a todo evento (*take it all*) o dependiente de la obtención de la meta de financiamiento originalmente planteada (*all or nothing*) (BIS, 2017: 1) y con un mayor detalle (Shneor, 2020: 23-28), los que usualmente se estructuran conforme a las lógicas de los *smart contracts*, donde la información para la ejecución del contrato es dependiente de las variables a él incorporadas y que operan bajo la determinación de los datos obtenidos por la propia cadena de bloques. De tal suerte, los fondos se liberarán al prestatario en la medida en que los términos y objetivos de la campaña sean alcanzados o, en caso contrario, se restituirán a los prestamistas (Ashari y otros, 2020: 3036). Lo anterior contribuye a facilitar el proceso, al tiempo de eliminar la dependencia en terceros que verifiquen tal información o que incorporen elementos de incertidumbre en el proceso, realzando la importancia de la confianza y la protección de los fondos en el uso de este tipo de plataformas (Chandraprabha, 2023: 474).

Este artículo se centra en los mecanismos de *crowdlending* (o *crowdfunding* de préstamos) dirigidos a las EMT. Esto es, en los sitios de intercambio en los que convergen plataformas tecnológicas *P2P* y el financiamiento colectivo (Cummins y otros, 2019: 16), donde el propósito de las partes se articula conforme a las dinámicas de las operaciones de crédito de dinero, incluyendo la posibilidad de descuento de títulos de créditos o la factorización de facturas, siendo estas últimas las más habituales en Chile, tal como se señala en la **figura 1**.

En su formato más tradicional, la plataforma sirve solo a modo de punto de encuentro entre prestamistas y prestatarios,¹⁹ aunque generalmente bajo estándares de anonimato (Ferreti, 2020: 402)²⁰ en que la información específica del promotor tiende a ser reemplazada por indicaciones generales del rubro en que la EMT participa y los términos financieros del crédito (Ferreti, 2021: 104). Dado que la primera no asume responsabilidad alguna por el pago de la deuda, como tampoco otorga

18. Conforme se desprende de su mensaje, la Ley Fintech no trata de los *crowdfunding* de donaciones o de premios, sino solo de préstamos e inversión a pesar de que estadísticamente el modelo de *reward-based crowdfunding* es el modelo más próspero en Chile. Para conocer el tamaño, crecimiento y tendencias del mercado de financiamiento alternativo digital en el continente americano, véase Ziegler y otros (2017: 64).

19. Como simples mediadores, que no crean activos ni asumen los riesgos de la operación, sin perjuicio de que, como expresa Cuenca Casas (2020: 364), su participación en la contratación pueda ser más o menos activa, dentro de los parámetros de la autorización de funcionamiento por parte del órgano regulador.

20. En la propuesta de la CMF (2023), no existiría posibilidad de anonimato, en la medida en que se exigiría la identificación sobre quienes tiene la necesidad de financiamiento, incluyendo no solo datos de identificación, sino capacidad para dar cumplimiento a las obligaciones.

En efecto, resulta claro que existen asimetrías de información que pueden acarrear problemas de riesgo moral y selección adversa (Ziegler y Shneor, 2020: 77), en el sentido que, con la escasa información disponible, los prestamistas pueden encauzar el financiamiento hacia negocios con limitadas proyecciones de viabilidad (Cummins y otros, 2019: 16). Esta situación tiene lugar porque, por una parte, los *retail lenders* no tienen habilidades suficientes para ponderar los riesgos de la operación y no cuentan con las herramientas para evaluar de manera independiente la solvencia de los promotores (Kilborn, 2020: 125). Por otra, las EMT tienden a ser estructuras opacas tanto por las escasas de habilidades financieras del empresario como por la ausencia de historial de crédito o por su reciente creación, como en el caso de las *startups*.

Por lo tanto, una de las bases para el correcto funcionamiento del sistema de *P2P lending* es contar con información suficiente, precisa y oportuna (Ribeiro-Navarrete y otros, 2022: 2382). El desafío es establecer mecánicas que permitan el acceso a información que reúna tales características sin generar barreras que desincentiven su utilización (Cummins y otros, 2019: 21). Para tales efectos, las plataformas exigen una cantidad variable de datos para que el prestatario presente su proyecto, pero no de una forma tan intensa como la que se requeriría para participar en el mercado tradicional. Usualmente, se incluyen balances, declaraciones sobre operaciones pasadas y un detalle sobre el proyecto propuesto. Sobre esta base, aquellas resuelven si publican el proyecto en su página web (Cummins y otros, 2019: 18), sirviendo de primer filtro (*screening*) para la estabilidad de la propia plataforma y la protección de los inversionistas, bajo la lógica de guardianes del mercado (o *gatekeepers*) (Zunzunegui, 2020: 40). Asimismo, la plataforma revisa y pondera la información para efectos de valorar los riesgos de la operación y sugerir sus principales términos financieros (Ziegler y Shneor, 2020: 69). En este modelo, es usual que el nivel de riesgo se grafique por medio de un puntaje,²² aunque se ha advertido que los supuestos y factores por medio de los que se lleva a cabo la valoración tienden a ser privados (artículo 19(6) del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, y artículo 18.II de la Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera de México) y, consecuentemente, no es posible verificar su rigor (BIS, 2017: 12).

Sin embargo, esta situación se atempera por circunstancias de hecho como la continua revisión de la información y algoritmos, y la necesidad de consolidar una reputación que estimule el uso de la plataforma, de modo tal que «la eficiencia prima sobre la inclusividad» (Zunzunegui, 2020: 41). En consecuencia, el mecanismo para mitigar el riesgo es la confianza en la debida diligencia (*due diligence*) de la plataforma en la

22. Debe advertirse que es usual la indicación que se trata de información no vinculante para la plataforma, esto es, que no implica una suerte de asesoría ni puede estimarse como una recomendación. Así se explicita en plataformas chilenas como «cumpló».

evaluación del proyecto (Adhami y otros, 2019: 3).²³ A pesar de este esfuerzo, se ha observado que «no existe evidencia firme sobre mejoras en los modelos de riesgo de crédito en la medida en que ellos no han sido puestos a prueba en ciclos de deuda completos» (BIS, 2017: 26); los elementos sujetos a valoración no suelen ser fiscalizados e, incluso, pueden generar conflictos de interés para el operador (Ferreti, 2021: 120). En suma, esta clase de préstamos tiende a ser bastante riesgosa y poco transparente.

A su turno, los problemas relativos a la asimetría informativa se extienden también a aquellos referidos a la calidad de los datos utilizados para efectos de la calificación del proyecto. En esta línea, destaca su insuficiencia porque se centran en aspectos relativos a la situación y comportamiento histórico del deudor, a pesar de que los factores del éxito de la operación pueden ser exógenos. Por ejemplo, el tipo de actividad o la zona geográfica en la que se lleva a cabo pueden ser decisivos para el éxito de la propuesta. Otra dificultad consiste en la inexistencia de registros históricos, precisamente, por la expansión de los segmentos de deudores que no han tenido acceso a otros instrumentos financieros (BIS, 2017: 12-13), al tiempo que los datos no son omnicomprendivos ni completamente fiables. Bravo y otros (2013: 359) ilustran las consecuencias de lo anterior dando cuenta de que tal ausencia provoca que esta categoría de empresas sea valorada como riesgosa en toda su extensión. Por este motivo, incluso se ha llegado a afirmar que el modelo de *crowdfunding* no es sostenible debido al alto riesgo que deben asumir los prestamistas (Adhami y otros, 2019: 3).

A partir de lo anterior, Kilborn (2020: 125) concluye que el modelo de negocios es altamente dependiente de un punto crítico: la desalineación de intereses entre los actores porque mientras la plataforma se beneficia de los grandes volúmenes de préstamos originados, «casi con independencia de la solvencia de los deudores», los prestamistas lo hacen con los réditos esperados del capital invertido el que depende, justamente, de la capacidad de pago. Así, complementa Cuenca Casas (2020: 369):

El derecho al cobro de la comisión por parte de la plataforma no se ve impedido por el eventual impago por parte del promotor de la financiación. Las comisiones se cobran por transacción y no por el éxito de la transacción. Es decir, no se ven afectadas por la calidad del crédito [...], por ello, su incentivo no es la calidad del crédito.

23. Respecto a este punto, en la normativa de la CMF (2023: 23), se exigiría acompañar, entre otros, los siguientes documentos a la solicitud de inscripción: «documentos con la descripción de los procedimientos que se llevarán a cabo, de forma adicional a aquellos referidos en la letra c) anterior, 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 [...] y documento con la descripción de 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». Estos aspectos, señala luego la propuesta, deberían estar disponibles para el público en todo momento.

Atendido lo anterior, las propuestas para confrontar el riesgo de incumplimiento son variadas. En primer lugar, se ha recomendado crear mecanismos de absorción de parte de las pérdidas, sea mediante la contratación de seguros o por medio de provisiones o fondos de garantía (BIS, 2017: 12-13). En segundo lugar, se sugieren modelos que incluyen un retorno garantizado (*guaranteed return model*), en que la plataforma asegura el pago del capital o de los intereses de los préstamos, a cambio de una comisión superior por parte del prestatario (*guaranteed crowdlending loans* o *GCLs*).²⁴ En tercer lugar, se han propuesto los denominados *balance-sheet models*, conforme a los que la plataforma otorga directamente los créditos, siendo estos financiados por medio de la emisión de deuda o acciones o a través de su securitización. En las dos últimas fórmulas sugeridas, el riesgo crediticio se traslada al operador de la plataforma (Ziegler y otros, 2017: 70), funcionando de manera muy similar a las entidades financieras tradicionales y ameritando, en consecuencia, estar sometidos a una estricta supervisión (Campuzano, 2020: 240). Sin embargo, estas alternativas no están consagradas en la Ley Fintec, en la que se asume que el operador no incurrirá en riesgo alguno (BCN, 2023a: 167). Es más, ni siquiera existen reglas prudenciales para su funcionamiento (artículo 7 número 1), lo que contrasta con la regulación ya existente en otras jurisdicciones.²⁵

La verificación del riesgo de la operación de *crowdlending* consiste en el incumplimiento de la obligación, lo que, en los casos de mayor gravedad, puede deberse a la insolvencia de la EMT. Este último es un escenario más que probable que,²⁶ con relativa facilidad, puede dar paso a la apertura de un procedimiento concursal. Sobre todo, si se considera la simplificación de los procedimientos dispuesta en la Ley 21.563, que propende a una mayor utilización del concurso por parte de las EMT (BCN, 2023b: 8). Por este motivo, a continuación, se tensionará el instrumento del *crowdlending* en un contexto concursal, a fin de advertir las deficiencias del ordenamiento en este contexto y proponer una solución que confiera mayor coherencia al sistema.

24. Este último modelo puede conllevar riesgos de estabilidad del negocio, como ocurrió en Suiza con TrustBuddy que, habiendo adoptado un modelo de rentabilidad asegurada, pidió su quiebra en 2016.

25. Por ejemplo, el artículo 11 del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, el artículo 36.IV de la Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera de México y el artículo 23 del Decreto de Urgencia 13-2020 de Perú que promueve el financiamiento de la MIPYME, emprendimientos y *startups*.

26. Durante 2022, de los 52 procedimientos concursales de reorganización ingresados a nivel nacional, el 19% correspondió a micro y pequeñas empresas, cifra que comparativamente se alzó a un 43,1% de los 717 procedimientos concursales de liquidación iniciados en igual periodo (Unidad de Estudios y Estadísticas, 2023).

Incidencias del crowdlending en los destinos del concurso de las empresas de menor tamaño

Aspectos problemáticos de la legislación vigente

Como se ha indicado, el mayor riesgo del crédito es uno de los elementos consustanciales al uso de este tipo de plataformas. Ello ha justificado que se articulen ciertas medidas de protección para el cliente financiero, en especial el menos sofisticado, como asistencia en la toma de decisión del préstamo, sugerencia de plazos de retracto e indicación de un máximo de inversión (Iosco, 2017: 20; artículo 8 número 1 y artículo 28 de la Ley Fintec). En el trabajo se postula que tales medidas de prevención deben complementarse con otras aplicables para el caso de un procedimiento concursal en que la EMT receptora de la inversión tenga el carácter de empresa deudora.

Generalmente, las regulaciones concursales aplicables a las EMT tienden a una simplificación formal del procedimiento dado que asumen la existencia de un número reducido de acreedores, de forma similar a lo que ocurre con el concurso de las personas deudoras. Incluso más, suponen que tales acreedores son sofisticados (en especial, entidades de crédito) (Gurrea Martínez, 2021: 47). Así, los medios de asistencia se enfocan en la EMT deudora y no en los demás *stakeholders*.²⁷ Sin embargo, en caso de haber acudido a plataformas de *crowdlending* como principal forma de financiamiento, el escenario es precisamente el opuesto, pues esta fórmula resta poder negociador a los acreedores dispersos y poco experimentados. Por tanto, las regulaciones concursales se alejan de uno de los principales objetivos perseguidos por la Ley Fintec: la protección del cliente financiero. La propia ley no previó esta situación, pues solo cuenta con reglas particulares aplicables al tiempo de la contratación, pero carece de previsiones aplicables al cobro individual o colectivo, o a la renegociación de la deuda.²⁸

27. Carvajal (2023) sostiene que «la consideración de los intereses de los *stakeholders* no es, necesariamente, una decisión económicamente ineficiente. Es solo el reflejo de un modelo económico más expansivo».

28. La falta de previsión al respecto ha generado debate en la doctrina y jurisprudencia argentina. El juicio ejecutivo puede iniciarse, conforme a la ley procesal de esa jurisdicción, cuando se presentan ciertos instrumentos que se encuadran dentro de las disposiciones que esta señala (artículo 520 del Código Procesal Civil y Comercial). Dentro de la lista taxativa de instrumentos que pueden ser considerados como título ejecutivo, están los instrumentos privados firmados por el obligado, siempre que su firma estuviera certificada por escribano público o hubiera sido reconocida judicialmente por el deudor. Esta realidad excede con creces los créditos digitales, que pueden ser definidos como préstamos a los que se accede por medio de canales digitales, online, a través de un celular o a través de la agencia de un tercero (Owens, 2018: 2). Una interpretación amplia del artículo 288 del Código Civil y Comercial lleva a determinar que, siempre que el proceso electrónico utilizado para firmar un documento digital permita asegurar su autoría e integridad, se está en presencia de un documento privado. Sin embargo, una

En esta línea, un primer punto a observar es que la existencia de una multiplicidad de interesados implica, entre otros, la reducción en las posibilidades de consenso tendente a la renegociación de los términos de los créditos en el caso de reorganización (Bris y Welch, 2005: 2193). La consecuencia, como es sabido, sería una liquidación ineficiente de una empresa viable (Zhong, 2021: 268). Lo anterior, conforme a Carrasco Delgado (2020), configura un error tipo 2 y es aquel que repudia con más fuerza el sistema concursal. En efecto, la doctrina nacional ha indicado que el principio de conservación asume una importancia capital para la empresa en el proceso económico. Esta constituye un valor que es altamente interesante de conservar, preservar y tutelar (Sandoval, 2014: 41; Ruz, 2017: 210; Jequier, 2016: 29). Esta conclusión también ha sido alcanzada por la jurisprudencia.²⁹

Al problema de la dispersión de los acreedores indicado, se suma la falta de proactividad, puesto que ellos tienen dificultades de coordinación (Bris y Welch, 2005: 2193). Puede darse, además, su total ausencia en los procedimientos concursales dados los costos que su participación implica (pasividad).³⁰ Tales costos no solo se refieren a aquellos judiciales referentes a la verificación de créditos ante el tribunal del concurso, sino también a los relativos a la obtención de información suficiente sobre la situación de la empresa que les permitan negociar con el deudor y otros acreedores. Podría argumentarse que la dispersión de acreedores y el escaso monto de sus créditos individualmente considerados disminuye sus habilidades de negociación, lo cual parecería beneficioso para el deudor, puesto que podría imponer un esquema de pagos que sea favorable solo a sus intereses. No obstante, en un análisis *ex ante*, ese mayor riesgo se traducirá en una mayor tasa de interés y, *ex post*, resultará en las señaladas dificultades en la negociación colectiva para un supuesto de reestructura-

posición restrictiva establece que un documento se encuentra firmado únicamente si lleva firma digital emitida por un certificador licenciado. Para más información, véase «Créditos digitales y su ejecución: Un incipiente cambio jurisprudencial», *abogados.com.ar*, 16 de junio de 2021, disponible en <https://bit.ly/47QXra7> y «La ejecución de créditos digitalizados: Dificultades y necesarias reformas procesales», *abogados.com.ar*, 4 de septiembre de 2023, disponible en <https://bit.ly/47Net97>.

29. Sentencia del caso *Scotiabank Chile con Asociación Cristiana de Jóvenes de Concepción*, Corte de Apelaciones de Concepción, rol 896-2016, 16 de diciembre de 2016 y del caso *Farmacias de Similares de Chile S. A. con Fernando Hales Chaban*, Corte de Apelaciones de Valdivia, rol 527-2016, 30 de septiembre de 2016.

30. En el contexto de las recomendaciones legislativas de la CNUDMI (2021: 1), se señala como uno de sus objetivos primarios «prever medidas eficaces para facilitar la participación de los acreedores y otras partes interesadas en los procedimientos de insolvencia simplificados y remediar la falta de interés de los acreedores». Desarrollando lo anterior, la misma organización ha expresado que, consistente con tal objetivo, la asistencia y apoyo en el uso de procedimientos simplificados no solo debe implicar la pronta disponibilidad y accesibilidad del deudor, sino también de los acreedores, que también pueden ser EMT o personas sin la sofisticación necesaria para participar en los procedimientos concursales (CNUDMI, 2022: 151).

ción, que requiere de una cierta proactividad de los acreedores (entre otros *stakeholders*) para el logro y adecuada aplicación del acuerdo.

Al contrario, la concentración de acreedores produce una rebaja de las tasas de interés y facilita la negociación (Bris y Welch, 2005: 2195), sugiriéndose incluso la consolidación de las deudas en las cercanías de la crisis para poder afrontarla de mejor manera (Zhong, 2021: 267). Sin embargo, en el ámbito de las EMT, ello supondría la existencia de un mercado secundario de créditos en un escenario cercano a la insolvencia (*distressed credit*), cuestión que no parece probable de implementar, al menos en el corto plazo, en un contexto de tal nivel de incertidumbre (Zunzunegui, 2020: 44).

Frente a ello, Bolton y Scharfstein (1996: 3) argumentan que las empresas con menor calidad crediticia pueden maximizar su valor de liquidación y, en consecuencia, disminuir los riesgos de los acreedores, obteniendo crédito de una sola fuente, otorgando garantías a un único acreedor o adoptando reglas de votación que faciliten la realización de los activos o la reestructuración de la deuda. Dado que el *crowdfunding* consiste en la obtención de recursos provenientes de un conjunto disgregado de acreedores valistas, las dos primeras soluciones no resultan ajustadas al modelo. No obstante, la última opción es susceptible de ser implementada con las debidas adaptaciones.

Por lo tanto, la propuesta de este trabajo consiste en facilitar la participación y negociación de los *retail lenders* por medio de una fórmula contractual en que se otorgue al operador de la plataforma un mandato colectivo que permita la representación de sus intereses comunes en el concurso. En esta línea, Zunzunegui (2020: 43) expresa que los proveedores de servicios de financiamiento participativo no pueden actuar como meros intermediarios, debiendo realizar encargos profesionales de carácter fiduciario «que hay que encuadrar en el ámbito del mandato», dando por superada la utopía de las relaciones directas.

Propuesta de solución: La actuación consolidada de los *retail lenders* por medio del operador de la plataforma en un escenario concursal de las empresas de menor tamaño

Ante los desafíos descritos y la solución anunciada, esta sección pretende, en primer lugar, describir la financiación desintermediada que, para su correcta operatividad, utiliza la figura de la delegación para lograr una actuación unitaria. En segundo lugar, se propondrá la adecuación de un esquema de este tipo para el caso del *crowdfunding*, el que, como se sabe, es una forma de financiamiento desintermediado.

Formas de delegación en la intermediación y desintermediación financiera

Ante todo, la comprensión de la propuesta central de este artículo —la necesaria delegación en la financiación desintermediada y colectiva— requiere su contraste con la denominada teoría de la intermediación financiera. En el aspecto que interesa, ella supone que el banco (u otro tipo de intermediario) es un delegado de sus depositantes para la elección de los proyectos a ser financiados y para la supervisión de su desarrollo y el cumplimiento de los compromisos financieros.³¹ La intermediación considera la existencia de asimetrías informativas entre los extremos (depositantes y eventuales prestatarios), las que serían superadas por medio de tal delegación. Esta presenta sendas ventajas frente a la alternativa de un préstamo directo. A saber, los costos de supervisión y de obtención del cumplimiento del crédito serían menores, en tanto una entidad intermediaria evitaría su duplicación o, en su caso, los problemas del parásito si solo algunos de los prestamistas incurren en ellos (Diamond, 1984: 394). De este modo, para los depositantes resultan invisibles los resultados del proyecto, los pagos efectuados al intermediario y los costos efectivamente incurridos por este último para fines de lograr el pago de la deuda o, en su caso, la renegociación de sus términos y ajustes a las verdaderas posibilidades de pago.

A continuación, para fines comparativos, se contrastará la teoría enunciada con una forma de financiamiento desintermediado, como son los bonos corporativos. Lo anterior porque, para los efectos jurídicos que aquí interesan, ellos cuentan con un estatuto jurídico más completo en lo que respecta a la organización de los intereses colectivos de los financistas, incluso en un escenario concursal. En el caso de los bonos, el emisor recurre directamente a los eventuales inversionistas, ofreciéndoles un instrumento de deuda homogéneo y disgregado en varios cortes menores que permiten su diversificación y transacción en el mercado secundario. El problema se produce, ya que los bonistas están dispersos y, especialmente, si los montos de la inversión efectuada son menores, tienen escasos incentivos a la supervisión de la conducta del emisor (Berlin y Loeys, 1988: 43). Lo anterior, entre otros, justifica la existencia de mecanismos legales de coordinación entre los tenedores de bonos por medio de un representante, de forma tal que este haga valer ante el emisor (y otros interesados) sus intereses comunes, distribuyéndose los costos de supervisión y de cumplimiento de la obligación (artículo 107 de la Ley 18.045 de Mercado de Valores). En el caso de los bonos, sin llegar a la intermediación financiera reseñada, tal representante también

31. Aunque se debe aclarar que tal delegación no se plantea en términos jurídicos, sino económicos, en la medida en que toda la operación financiera se traduce en un traspaso de los fondos en propiedad (operación de captación) de parte de los depositantes al intermediario, de forma tal que este expone su propio dinero en cada operación y, solo de manera indirecta, la cobertura de los recursos obtenidos por los depositarios.

opera como un delegado, pero solo en términos de órgano de administración y no bajo la lógica de la captación y colocación de fondos.

En el derecho nacional, la Ley de Mercado de Valores impone una actuación colectiva de los tenedores de bonos en un supuesto concursal (artículo 120), quienes deben expresar la voluntad común en el concurso por medio de un único representante. Tal provisión es la concreción de una forma de organización de la financiación desintermediada en el contexto del concurso. Si bien se han expresado algunas dificultades en su operatoria en el juego entre la Ley de Mercado de Valores y la Ley 20.720 (Goldenberg, 2017: 218-229), el punto de atención está en la lógica de la colectivización que se propone en la primera, a partir de su reforma por parte de la Ley 19.301. Conforme indica el mensaje de la citada ley:

Respecto de la emisión de títulos de deuda a más de 1 año plazo, denominados bonos, se perfeccionan los mecanismos que resguarden los compromisos contraídos por las empresas emisoras frente a los tenedores de bonos; estos últimos han tendido a proteger individualmente sus intereses, pues los principales tenedores prefieren hacer uso de su poder de negociación frente al emisor para lograr mayores ventajas; en cambio, los tenedores de bonos por montos menores, tienen menor poder de negociación frente al emisor y ven reducidas sus posibilidades de defender adecuadamente sus derechos básicos, generándose situaciones de falta de equidad no deseadas. En consideración a lo anterior, el proyecto establece un sistema de representación legal y común, imponiéndose a este representante deberes y obligaciones en defensa de los intereses de sus representados, con la consecuente disminución de costos por juicios innecesarios y para minimizar las posibles actuaciones individuales perjudiciales para el conjunto de tenedores de títulos. En consecuencia, se fortalece el rol de los representantes de tenedores de bonos (BCN, 1994: 5).

En este contexto, el artículo 106 inciso tercero de la Ley de Mercado de Valores merece especial atención, pues dispone la actuación conjunta por parte del representante de los tenedores de bonos en el mejor interés de estos. En esta línea, Goldenberg (2017: 212-213) expresa que tal artículo:

Da cuenta de una función tutelar de la estructura colectiva. De este modo, la normativa aplicable comprende que, ante la eventual afectación del referido contenido económico de la inversión, el mejor mecanismo de defensa no pasa por un ejercicio individual e inorgánico de los derechos, que incluso pueden llevar a un desbalance en las posiciones económicas de los tenedores y a una multiplicación innecesaria de esfuerzos en los que, en suma, puede asumirse una cierta identidad en razón de la equivalencia de sus posiciones jurídicas, especialmente en resguardo de los intereses de los minoritarios.

Los razonamientos expresados tanto en el mensaje de la Ley 19.301 como por el autor citado apuntan a la protección de los intereses comunes, especialmente en el

caso de financistas con menor poder de negociación. Tal supuesto calza con la posición de los *retail lenders* en el caso del *crowdlending*. Por eso, se considera que la delegación administrativa es una fórmula totalmente aplicable al caso, cuya concreción se esboza en el siguiente apartado.

*Los problemas del financiamiento desintermediado sin fórmulas de delegación:
El crowdlending y el dilema de la pasividad de los acreedores en el concurso
de las empresas de menor tamaño*

Como se ha indicado, la Ley Fintec abre la posibilidad a las EMT de acceder a mecanismos de financiamiento desintermediado como el *crowdlending*. Sin embargo, varios de los problemas que aquellos presentan en la práctica no son abordados, omitiéndose, entre otros, una réplica de la representación de los intereses comunes de los inversionistas, aun en un supuesto de insolvencia, como la expuesta para las emisiones de bonos. A partir de ello, es posible deducir la concentración del legislador en modelos de financiamiento más complejos. Al mismo tiempo, revela la omisión de la proyección de figuras claves a estructuras de negocios simplificadas, a pesar de las características comunes que ambos presentan.

La omisión referida acarrea dos tipos de problemas para las EMT. *Ex ante* implica el aumento del riesgo para los *retail lenders*, dado que encontrarán dificultades para hacer valer sus intereses en un esquema concursal debido a su disgregación y el escaso monto de sus créditos. Estas mismas circunstancias provocarán que los propios prestatarios no tengan verdaderos incentivos para hacer valer sus acreencias e integrar la nómina de créditos reconocidos (artículos 277 y 286 letra g de la Ley 20.720). De hecho, los acreedores pueden tener pocas razones para participar activamente en el concurso si observan escasos beneficios derivados de tal participación, en especial cuando el deudor concursado tiene poco que ofrecer. Así, uno de los problemas que se han detectado en el contexto de los «pequeños concursos» —calificativo aplicable tanto a aquellos relativos a personas deudoras como a empresas de menor tamaño— es el referido a la denominada «pasividad de los acreedores» (Banco Mundial, 2021: 8). Esto implica que, sin existir incentivos suficientes, los acreedores se restarán de cualquier pretensión de renegociación o reorganización, puesto que incluso pueden preferir el escenario liquidatorio, ejecutando sus garantías o deshaciéndose de una vez de la deuda que ya aprecian como incobrable y, así, obtener una pronta ventaja tributaria del castigo (Gurrea Martínez, 2021: 49-50).

La cuestión se refiere principalmente a un problema de costos y a la necesidad de cooperación de todos los acreedores involucrados (Fluet y Garella, 2014: 698). Así, aplicando el teorema de Coase, la respuesta coordinada solo es admisible en la medida en que todos los acreedores cooperen en una solución que resulte más eficiente que aquella que podrían obtener en el caso de una liquidación (Strömberg,

2000: 2655). No obstante, aquí podrán presentarse los problemas del parásito (*free rider*) que conllevan los esfuerzos individuales del acreedor que apoya al deudor y, luego, diluye el beneficio en el conjunto de acreedores pasivos, quienes, en tal evento, conservan el valor de continuación de la deuda sin sacrificio alguno. Además, todo esto tiene lugar en un escenario oscuro y sumido en la asimetría informativa, como el que se ha descrito. De hecho, las mismas barreras de acceso al crédito por parte de las EMT se replican, quizás con mayor fuerza, en el escenario concursal.

En suma, el incremento del riesgo producido por la dificultad de participación y la ausencia de incentivos que acarrea el abandono de la pretensión de recuperación del crédito se traducirá, alternativamente, en una mayor tasa de interés o en la opción de no participar en la provisión de fondos por medio de estas plataformas.

Ex post, la omisión legislativa significará que los intereses de los acreedores no se expresarán coordinadamente en el concurso, dificultando cualquier estrategia de negociación. Esto puede llevar a la liquidación de la EMT viable, dado que, eventualmente, podrían no alcanzarse las mayorías requeridas por la ley para la reorganización empresarial (artículos 79 y 286 letra l de la Ley 20.720). La situación descrita encuentra su explicación en el modelo de reorganización regulado por la Ley 20.720, modificada conforme a la Ley 21.563, el que propone un formato privatista como telón de fondo (Goldenberg, 2015) y, en consecuencia, la participación de los acreedores es un pilar esencial para su operatividad.³²

En general, se podrá observar que las escasas perspectivas de recuperación por parte de los acreedores hacen que la falta de participación sea una decisión racional desde la lógica costo-beneficio, lo que, como señalan Wessels y Madaus (2020: 333), provoca sendos problemas en los modelos concursales basados en una visión privatista que sitúa la solución al dilema de la insolvencia en la expresión de voluntad favorable de los acreedores. Así, siguiendo un formato contractual, el acuerdo de reorganización solo es posible en la medida en que el deudor y un conjunto mayoritario de

32. Sin perjuicio de tal evidencia, a pesar de que la Ley 21.563 optó por un modelo simplificado para los procedimientos de insolvencia aplicable a las EMT, en la Ley 20.720 los puntos de atención están en una disminución de los documentos a ser presentados para dar inicio al procedimiento (artículo 286 letra a), en facilitar la negociación de parte de la EMT al dotar de mayores facultades al veedor (artículo 286 letra b número 4) y en intentar asegurar el voto por medio del uso de plataformas electrónicas en lugar de la celebración de juntas de acreedores (artículos 286 letra b número 6, y letra l y n). Sin embargo, ninguna de tales novedades se enfoca en la posición de los acreedores menores, que, para estos efectos, igualmente deben incurrir en los costos de participación letrada y en la valoración financiera del acuerdo sin contar con mayor asistencia. Así, se puede concluir que el ordenamiento supone que los mecanismos de financiamiento de las EMT son, en este sentido, idénticos con independencia del tipo de deudor, de modo tal que el legislador ha omitido cualquier referencia a los formatos desintermediados de obtención de recursos a los que hemos puesto atención, como asimismo a cualquier estructura de micropréstamos.

los acreedores, al menos, expresen un voto aprobatorio del acuerdo, sea por escrito o en la junta de acreedores citada al efecto. Sin conceder potestades al órgano jurisdiccional (a modo de los *cramdown powers* que se conocen en otros ordenamientos),³³ este modelo supone un mínimo de interés por parte de los acreedores, si no es en toda la marcha del procedimiento, al menos al tiempo de su votación.

Por lo tanto, para hacer frente a la situación de pasividad se propone que la plataforma ofrezca una figura que represente los intereses de los *retail lenders* en el supuesto de insolvencia de la EMT, en los términos que a continuación se analizan.

La solución: Una delegación para representar los intereses de los retail lenders y lograr la conservación de las empresas de menor tamaño viables

En el contexto de los procedimientos concursales de reestructuración aplicables a la EMT, se ha advertido que la pasividad de los acreedores ordinarios, en conjunto con las alternativas concedidas a los acreedores garantizados, pueden poner en peligro las posibilidades de una negociación exitosa para la reestructuración de la deuda y la reorganización de las empresas viables, dejando a la liquidación como única opción (CNUDMI, 2022: 42). Por lo tanto, en un supuesto concursal, es imperioso coordinar la actuación de los prestamistas que han participado en la plataforma de *crowdfunding* por medio de la delegación en un único representante. De este modo, a pesar de las limitaciones señaladas en el apartado «Los problemas del financiamiento desintermediado», podrán contribuir en la formación de una voluntad conducente a la identificación de la viabilidad y valor social de la EMT y, con ello, podrá instarse por su reorganización. La identificación de los prestamistas a quienes representa el mandatario común, y que permitirá luego ejercer sus derechos en el procedimiento, puede verse facilitado por medio de estructuras de *blockchain*, en la medida en que la información relativa a la identidad, montos y términos de la operación han quedado registrados en la propia cadena, sin necesidad de requerir otro tipo de certificaciones (Baber, 2020: 125).

Importa aclarar que esta propuesta supone que la plataforma se debe mantener en un nivel de *P2P lending* desintermediado, esto es, que no debe evolucionar hacia un modelo de intermediario financiero como maximizador de la ganancia, a modo de los *balance-sheet models* referidos puesto que ello significaría su transformación en una plataforma que clasifica estrictamente y asegura un retorno, lo que puede dejar fuera a modelos de negocios más riesgosos, replicando muchos de los problemas que presenta el sistema financiero para asegurar flujos de financiamiento adecuados para las EMT, a pesar de su mayor riesgo asociado (Chen y otros, 2018: 1-7).

33. Para una explicación general del concepto en el paradigmático capítulo 11 del *Código de Bancarrotas norteamericano*, véase Broude (1984: 441-454).

La propuesta consiste en que la plataforma preste servicios complementarios que superen el formato de mero corredor, incluyendo otros tipos de actividades de gestión y administración del crédito con posterioridad a su otorgamiento, incluyendo la percepción de los pagos, las actuaciones de cobranza o las gestiones judiciales correspondientes, lo que conlleve el cobro de una comisión (Cuenca Casas, 2020: 369).

En los hechos, la experiencia comparada promueve la oferta de parte de la plataforma del servicio de reclamación, cobranza judicial o extrajudicial de los créditos.³⁴ Tal servicio suele considerarse como auxiliar o accesorio, a veces agregando la posibilidad de actuación a nombre propio, si los inversionistas ceden su derecho a crédito (artículo 51 de la Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial de España);³⁵ en otras, disponiendo la posibilidad de renegociar los términos y condiciones de los créditos (artículo 19 de la Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera de México) o agregando la posibilidad de cobro a terceros (artículo 7 de la Resolución 4.656 del Banco Central de Brasil). De esta forma, aun cuando no se trata de un servicio esencial prestado por la plataforma, es una actividad posible y, conforme a lo que se postula en el artículo, beneficiosa y necesaria en el contexto concursal para su correcta operatividad. Así, la ausencia de su regulación en la Ley Fintec es un aspecto observable, pero no irresoluble, ya que su artículo 5 contempla la posibilidad de realizar aquellas actividades adicionales que autorice la CMF mediante norma de carácter general.

Al respecto, la literatura especializada ha señalado que la existencia de algún tipo de delegación en las dinámicas de supervisión y cumplimiento en el ámbito de las plataformas de *crowdfunding* conlleva una serie de beneficios. Por una parte, aquellos proyectos supervisados de manera más estricta tienden a ser financiados con mayor rapidez, de forma tal que, el solo hecho de la supervisión, altera la decisión de los *retail lenders* e, incluso, debido a la disminución del comportamiento estratégico del prestatario no supervisado, puede llevar a una rebaja en la tasa de interés en virtud de la percepción de un menor riesgo.

Por otra, la existencia de medios de supervisión y actuación colectiva disminuye los problemas de riesgo moral *ex post* que implica la posibilidad de incumplimiento intencional fundado en una pérdida inexistente (pero no acreditable) por parte del prestatario, de forma que hace menos necesario el otorgamiento de garantías para

34. Un útil resumen de ella está en CMF (2019). Otros ejemplos son el artículo 24.2 del Decreto de Urgencia 13-2020, de Perú, que promueve el financiamiento de la MIPYME, emprendimientos y *startups*, y el artículo 2.41.2.1.1 del libro 41 a la parte 2 del Decreto 2555, de 2010, de Colombia, incorporado por el Decreto 1357, de 2018, para incluir la regulación de la actividad de la financiación colaborativa.

35. En cambio, en la propuesta de la CMF (2023), solo se indica que, entre la información disponible para el público, debe estar aquella que identifique los indicadores y controles que se generarán para que los financistas puedan monitorear y verificar el desarrollo del proyecto y, cuando corresponda, el pago de la deuda conforme a lo planificado.

asegurar el cumplimiento de la obligación y facilita la colocación de los recursos (Berns y otros, 2021: 1-3). Esta supervisión puede ser incluso facilitada por medio de las técnicas de los *smart contracts*, de forma tal que las cláusulas de revisión contractual o la designación del mandatario común pueden ser activadas ante la evidencia de ciertos hechos, como paradigmáticamente podría darse por la falta de pago de las cuotas en que se han dividido capital e intereses.

En cualquier caso, el modelo de representación que se propone tendría un carácter facultativo, de manera que la plataforma podría ofrecerlo como una alternativa disponible para las partes, sin que se imponga una representación, no solo por los costos adicionales involucrados, sino porque entre los prestamistas pueden existir quienes prefieran mantener una participación directa en su relación con el promotor y con los demás acreedores. Esta fórmula demuestra el valor del contrato y el acento en la confianza recíproca, sin mayor intervención estatal (Amstutz y otros, 2007: 244),³⁶ cuestión que también va de la mano con el principio de flexibilidad que propicia la Ley Fintec, de modo que la reglamentación delegada a la CMF debería soportar diversas necesidades y modelos de negocios. El Estado solo debería proveer un marco normativo general para financiar una entidad predominante en la economía como son las EMT. A falta de una regulación detallada, el rol del Estado, en este caso a través de la CMF, ha de ser cooperar con el establecimiento de condiciones que habiliten a los intervinientes para lograr los objetivos del contrato. Estos son, por una parte, aportar el financiamiento y obtener el rédito consecuente; y, por otra, obtener el financiamiento para lograr el desarrollo de la empresa.

En lo que aquí interesa, esto se concreta a través de la provisión de condiciones para participar en los procedimientos de reorganización tendentes a mantener a las EMT viables. Este aspecto es de la mayor relevancia en la economía moderna porque, además de su elevada participación cuantitativa, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) plantea que las EMT pueden erigirse en un factor de cambio de las economías latinoamericanas, si llevan a cabo una serie de tareas. Entre otras, y de manera destacada para efectos de probar la hipótesis de este artículo:

Desarrollar un papel importante a la hora de crear aglomeraciones productivas concebidas como una colaboración entre agentes económicos e instituciones en el ámbito local, con el objetivo de generar un beneficio competitivo. Esta interacción permite a las empresas involucradas alcanzar niveles de producción más elevados, incorporar tecnología más fácilmente, acelerar los procesos de aprendizaje y, en definitiva, conseguir un nivel de eficiencia colectiva que no sería alcanzable por una empresa individual (CEPAL, 2020: 11).

36. El derecho contractual moderno sienta las bases de la sociedad a través de normas con calidad constitucional.

Estos altos objetivos que la existencia de EMT en el mercado permite alcanzar han sido implícitamente incorporados por los financistas en sus decisiones de inversión, pues, además de las ganancias esperadas, también consideran el beneficio social que deriva de la inversión efectuada a través de la plataforma. Este aspecto puede pesar incluso más que el resultado económico (Mollick y Nanda, 2015: 29), sin que por ello se califiquen como plataformas no financieras, sean de donaciones o de recompensa. En algunas ocasiones, dependiendo del tipo de empresa que requiere el financiamiento, se considera que se trata de una actividad social de la que se derivan «beneficios para la comunidad» (Belleflamme y otros, 2014: 585-609; Belleflamme y Lambert, 2016: 5). El financista que tiene en cuenta este factor es aquel *stakeholder* que es parte de esta y también aquel que pertenece al sector privado y ve en la EMT no solo una gran oportunidad para obtener ganancias financieras, sino también sociales (González, 2019: 3).

En esta línea, este tipo de financiamiento contribuye, evidentemente, al logro de un crecimiento económico más inclusivo, pues se ha reconocido el potencial de las pequeñas empresas para lograr este objetivo.³⁷ Por estos motivos, sin olvidar que se está frente a un instrumento crediticio y que, en consecuencia, deben ofrecerse mecanismos adecuados de cobro, también se habrá de considerar que los propios *retail lenders* pueden estar interesados en la mantención de la EMT que financian y, en consecuencia, no estarán guiados por una pura estrategia de cobro y ejecución patrimonial.

Estas motivaciones están presentes no solo al tiempo de decidir otorgar el préstamo, pues el financiamiento *P2P* se enfoca en una empresa que ya está formada y en que la propuesta presentada a través de la plataforma no es solo un proyecto que, de no conseguir el financiamiento, quedaría «perdido en el mar» (Zhao y otros, 2019: 6), sino también en escenarios en los que la empresa está en cesación de pagos (Taiwo y otros, 2016: 40). Por lo tanto, la reorganización de la empresa receptora del crédito, en caso de insolvencia, es un fin que también debería ser alcanzado en atención al interés social de los propios prestamistas, quienes aportaron fondos movidos por la finalidad del negocio y no solamente instados por el lucro.

Por último, el poder de las EMT cuando se observan como un colectivo refuerza la importancia de la mantención de la empresa viable en fase de insolvencia. En otras palabras, la insolvencia de un número importante de EMT sin posibilidades de salvamento puede generar un efecto totalmente contrario al declarado por la Ley Fintec, en el sentido de ofrecer un marco regulatorio neutral, proporcional y flexible que permita el desarrollo de la actividad y, a la vez, facilite la contención y supervisión de los riesgos asociados. De esta forma, se releva la importancia de mantener a las EMT

37. «How small companies can change the world», *World Economic Forum*, 14 de octubre de 2015, disponible en <https://bit.ly/47GM84p>.

en operación a través de integración y coordinación de las distintas políticas productivas —y del marco regulatorio que las modela— a fin de promover el desarrollo sostenible de este tipo de empresas tan relevantes para la economía, la innovación y la inclusión social.

Conclusiones

En el contexto del *crowdfunding*, el artículo pretende llenar una laguna en la literatura y también colmar un vacío en la legislación nacional en lo relativo a la situación de los financistas ante la insolvencia de la empresa receptora de inversión o promotor.

La regulación de dicha fórmula de financiamiento, especialmente diseñada para apoyar a las empresas de menor tamaño, exige antecedentes para la evaluación de la empresa que requiere la inversión, pero mantiene a la plataforma en un nivel de facilitadora, sin asignarle riesgo alguno. En consecuencia, el riesgo ante la insolvencia de la EMT se radica en los *retail lenders*. Esta discreta función asignada a la plataforma implica que, ante la eventualidad de insolvencia de la empresa que solicita el financiamiento, los acreedores tendrán pocos incentivos y no pocas dificultades para verificar sus créditos y hacer valer su opinión en un procedimiento concursal de reorganización, aun simplificada. Esto determina el aumento de su riesgo y puede devenir en la decisión de no invertir a través de este medio. Naturalmente, este extremo es desventajoso para la empresa. También lo es el hecho que los financistas no participen en el procedimiento concursal de reorganización, puesto que, conforme al modelo privatista consagrado en la Ley 20.720, la EMT podría verse privada del número de voluntades necesarias para lograr el quórum de aprobación del acuerdo.

A fin de superar este complejo escenario, el artículo propone la figura de un representante de los financistas, cuya regulación correspondería a las normas de carácter general dictadas por la CMF. Conforme a la propuesta, la plataforma debería ofrecer, con carácter voluntario, a este representante para encauzar la voluntad de los financistas en el concurso y, de esa forma, superar la pasividad de los acreedores y contribuir al logro de la reorganización. Esta solución estimulará el uso masivo del *crowdfunding* por los financistas, pues estos sabrán que están cubiertos por una normativa adecuada en caso de insolvencia, especialmente a partir de la Ley 21.563, la cual prevé nuevos procedimientos concursales simplificados para EMT. La solución que se propone también es importante para la propia empresa, pues contará con una herramienta para lograr su reestructuración del negocio viable.

A propósito de este último punto, los resultados del estudio indican que la permanencia de la empresa es un objetivo central del modelo concursal regulado por la Ley 20.720, como también por la ley que introduce modificaciones a este cuerpo legal. Por supuesto, la permanencia de la EMT es un elemento basal del *crowdfunding* destinado a financiarla porque los inversionistas adoptan la decisión de invertir y miden

el riesgo en consideración a su continuidad y prosperidad. Por lo tanto, la propuesta vendría a aportar un elemento clave para alcanzar los objetivos prefijados por la regulación existente, tanto en materia de insolvencia como de *crowdlending*.

La figura del representante de los *retail lenders* es consistente con la institución del representante de los tenedores de bonos, regulado por la Ley de Mercado de Valores. El estudio de esta institución permite probar la hipótesis, en el sentido que la regulación de fórmulas de financiamiento para las empresas debe prever cómo estas han de operar en caso de insolvencia de estas, especialmente cuando los financistas están atomizados y la mayoría no cuenta con la sofisticación necesaria para adoptar una actitud proactiva en un procedimiento de reorganización de la empresa receptora de la inversión.

La solución consistente en la oferta por la plataforma de un representante en quien se delegan las voluntades de los *retail lenders*; se adapta, además, al diseño de la Ley Fintec, que proclama una regulación «neutral, proporcional y flexible» y a la tendencia en el ámbito comercial que revela una prevalencia del contrato en la solución de problemas tradicionalmente entregados a la regulación estatal, sobre todo cuando los derechos de las partes han quedado fijados en cadenas de bloques y se operativizan por medio de *smart contracts*. En el futuro es viable estudiar el rol que el representante de los *retail lenders* puede tener en la detección de la debilidad económica de la EMT antes de que surja la insolvencia. De esa manera, se incrementan las posibilidades de la empresa de generar créditos nuevamente y continuar con la explotación de su giro y, de esa forma, se preservan los intereses de todos los *stakeholders*.

Referencias

- ABBASI, Kaleemullah, Ashraful Alam, Noor Ahmed Brohi, Ali Imtiaz y Shahzad Nasim (2021). «P2P lending Fintechs and SME's access to finance». *Economic Letters*, 204: 1-3.
- ADHAMI, Saman, Gianfranco Gianfrate y Sofia Johan (2019). «Risks and returns in crowdlending». Disponible en <https://bit.ly/3GBRrpL>.
- AMSTUTZ, Marc, Andreas Abegg y Vaios Karavas (2007). «Civil society constitutionalism: The power of contract law». *Indiana Journal of Global Legal Studies*, 14 (2): 235-258.
- ASHARI, Firmansyah, Tetuko Catonsukmoro, Wilyu Bad, Sfernanto Mahendra y Gunawan Wang (2020). «Smart contact and blockchain for crowdfunding platform». *International Journal of Advanced Trends in Computer Science and Engineering*, 9 (3): 3036-3041.
- BABER, Hasnan (2020). «Blockchain-based crowdfunding». En Rodrigo da Rosa Righi, Antonio Marcos Alberti y Madhusudan Singh (editores), *Blockchain technology for Industry 4.0* (pp. 117-130). Singapur: Springer.

- BAILLIE, Kirstene (2019). «Regulation of crowdfunding in the UK: Past, present and future». *Business Law International*, 20: 147-164.
- BANCO MUNDIAL (2015). *Principles for public credit guarantee schemes for SMEs: Task force for the design, implementation and evaluation of public credit guarantee schemes for small and medium enterprises*. Washington: Banco Mundial. Disponible en <https://bit.ly/47QPXUF>.
- . (2021). *Principles for effective insolvency and creditor/debtor regimes*. Disponible en <https://bit.ly/3TCtdn2>.
- BELLEFLAMME, Paul y Thomas Lambert (2016). «An industrial organization framework to understand the strategies of crowdfunding platforms». En Jérôme Méric, Isabelle Maque y Julienne Brabet (editores), *International perspectives on crowdfunding: Positive, normative and critical theory* (pp. 1-19). Bingley: Emerald.
- BELLEFLAMME, Paul, Thomas Lambert y Armin Schwienbacher (2014). «Crowdfunding: Tapping the right crowd». *Journal of Business Venturing*, 29: 585-609.
- BERLIN, Mitchell y Jan Loeys (1988). «Bond covenants and delegated monitoring». *The Journal of Finance*, 43 (2): 397-412.
- BERNS, John P., Abu Zafar Shahriari y Luisa A. Unda (2021). «Delegated monitoring in crowded microfinance: Evidence from Kiva». *Journal of Corporate Finance*, 66: 1-21.
- BCN, Biblioteca del Congreso Nacional de Chile (1994). *Historia de la Ley 19.301*.
- . (2023a). *Historia de la Ley 21.521*.
- . (2023b). *Historia de la Ley 21.563*.
- BIS, Bank for International Settlements (2017). *Fintech credit: Market structure, business models and financial stability implications*. Disponible en <https://bit.ly/4ackkGM>.
- BOLTON, Patrick y David S. Scharfstein (1996). «Optimal debt structure and the number of creditors». *Journal of Political Economy*, 104 (1): 1-25.
- BOUAISS, Karima e Isabelle Maque (2015). «Cartography of academic literature on crowdfunding». Disponible en <https://bit.ly/3TkQl9w>.
- BRAVO, Cristián, Sebastián Maldonado y Richard Weber (2013). «Granting and managing loans for micro-entrepreneurs: New developments and practical experiences». *European Journal of Operational Research*, 277: 358-366.
- BRIS, Arturo e Ivo Welch (2005). «The optimal concentration of creditors». *The Journal of Finance*, 60 (5): 2193-2212.
- BROUDE, Richard F. (1984). «Cramdown and chapter 11 of the Bankruptcy Code: The settlement imperative». *The Business Lawyer*, 39 (2): 441-454.
- CAMPUZANO, Ana Belén (2020). «Las plataformas de financiación participativa». En Cuenca Casas (directora), *Aspectos legales de la financiación en masa o crowdfunding* (pp. 238-298). Valencia: Tirant Lo Blanch.

- CARRASCO DELGADO, Nicolas (2020). «Los costos del error concursal: Una visión dogmática». *Revista de Derecho* (Universidad de Montevideo), 48: 1-48.
- CARVAJAL, Lorena (2023). «Los stakeholders de la mipyme insolvente». En Osvaldo Lagos y Andrea Martínez (editores), *Estudios de derecho comercial: XIII jornadas de derecho comercial*. Valencia: Tirant Lo Blanch.
- CEPAL, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2015). *Espacios de diálogo y cooperación productiva: El rol de las pymes*. Disponible en <https://bit.ly/3toiqsc>.
- CHANDRAPRABHA, K. S. (2023). «Smart contract-based trusted crowdfunding platform». En G. Rajakumar, Ke-Lin Du, Chandrasekar Vuppalapati y Grigorios N.Beligianis (editores), *Intelligent communication technologies and virtual mobile network* (pp. 473-483). Singapur: Springer.
- CHEN, Jianqing, Ling Ge y Zhiling Guo (2018). «An economic analysis of disintermediation on crowdfunding platforms». En *PACIS 2018: Proceedings of the 22nd Pacific Asia Conference on Information Systems*. Disponible en <https://bit.ly/3uMaBGO>.
- CMF, COMISIÓN PARA EL MERCADO FINANCIERO (2019). *White paper: Lineamientos generales para la regulación del crowdfunding y servicios relacionados*. Disponible en <https://bit.ly/46QR85a>.
- . (2022). *Fintech: Regulación y perspectivas*. Disponible en <https://bit.ly/3RVD0n3>.
- . (2023). *Propuesta normativa: Regula el registro, autorización y obligaciones de los prestadores de servicios financieros de la Ley Fintec*.
- CNUDMI, Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (2021). *Recomendaciones legislativas de la CNUDMI sobre la insolvencia de microempresas y pequeñas empresas*. Disponible en <https://bit.ly/46VS5sW>.
- . (2022). *UNCITRAL legislative guide on insolvency law. Part five: Insolvency law for micro and small enterprises*. Disponible en <https://bit.ly/3t7LVs1>.
- . (2023). *Draft guide access to credit for micro, small and medium-sized enterprises (MSMEs)*. Disponible en <https://bit.ly/3vmHfiv>.
- COAKLEY, Jerry y Winifred Huang (2023). «P2P lending and outside entrepreneurial finance». *The European Journal of Finance*, 29 (13): 1520-1537.
- CONSEJO DE MINISTROS DE FINANZAS (2018). *Principios orientadores para la regulación Fintech en la Alianza del Pacífico*. Disponible en <https://bit.ly/3Gzu4NG>.
- CORREA, Felipe, Valentina Leiva y Giovanni Stumpo (2020). «Mipymes y heterogeneidad estructural en América Latina». En Marco Dini y Giovanni Stumpo (coordinadores), *Mipymes América Latina: Un frágil desempeño y nuevos desafíos para las políticas de fomento* (pp. 9-31). Santiago: CEPAL.
- CUENA CASAS, Matilde (2020). «Régimen jurídico aplicable a los contratos de préstamo a través de plataformas de financiación participativas». En Cuena Casas (di-

- rectora), *Aspectos legales de la financiación en masa o crowdfunding* (pp. 361-397). Valencia: Tirant Lo Blanch.
- CUMMINS, Mark, Theo Lynn, Ciarán Mac an Bhaird y Pierangelo Rosati (2019). «Addressing information asymmetries in online peer-to-peer lending». En Theo Lynn, John G. Mooney, Pierangelo Rosati y Mark Cummins (editores), *Disrupting finance: Fintech and strategy in the 21st century* (pp. 15-31). Cham: Palmgrave MacMillan.
- DAVIS, Ronald, Stephan Madaus, Alberto Mazzoni, Irit Mevorach, Rizwaal Jameel Mokal, Barbara Romaine, Janis Sarra e Ignacio Tirado (2018). *Micro, small, and medium enterprise insolvency: A modular approach*. Oxford: Oxford University Press.
- DIAMOND, Douglas (1984). «Financial intermediation and delegated monitoring». *The Review of Economic Studies*, 51 (3): 393-414.
- FERRETI, Federico (2020). «Inteligencia artificial, algoritmos y big data en los préstamos P2P». En Matilde Cuenca Casas (directora), *Aspectos legales de la financiación en masa o crowdfunding* (pp. 399-440). Valencia: Tirant Lo Blanch.
- . (2021). «Peer-to-peer lending and EU credit law: A creditworthiness assessment, credit-risk analysis or... neither of the two». *German Law Journal*, 22: 102-121.
- FLUET, Claude y Paolo G. Garella (2014). «Debt restructuring with multiple lenders: Relying in the information of others». *Economica*, 81 (324): 689-720.
- G20/OCDE (2015). *High-level principles on SME financing*. Antalya, Turkey: OCDE. Disponible en <https://bit.ly/3RiJxGM>.
- GOLDENBERG, Juan Luis (2015). *La visión privatista del derecho concursal*. Santiago: Thomson Reuters.
- . (2016). «Mecanismos de protección a los acreedores de una sociedad de responsabilidad limitada infracapitalizada: Análisis crítico y propuesta de solución». *Revista Chilena de Derecho Privado*, 27: 141-225.
- . (2017). «Las soluciones paraconcursales y concursales en el marco de las emisiones de bonos». En Matías Zegers, Jaime Alcalde, Juan Luis Goldenberg y Roberto Ríos (editores), *Sextas jornadas chilenas de derecho comercial: Sesquicentenario de la promulgación del Código de Comercio de la República de Chile (1865-2015)* (pp. 205-230). Santiago: Ediciones UC.
- . (2022). «La responsabilidad ilimitada impropia del titular de la empresa individual de responsabilidad limitada». En Manuel Bernet y Pablo Manterola (editores), *XII jornadas chilenas de derecho comercial* (pp. 109-132). Valencia: Tirant Lo Blanch.
- GONZÁLEZ, Arancha (2019). «Financing for small firms». *International Trade Forum*, 2 (3).
- GPFI, Global Partnership for Financial Inclusion (2020). *Promoting digital and innovative financing*. Disponible en <https://bit.ly/3RjgyTq>.

- GREENE, Anke (2003). *Credit guarantee schemes for small enterprises: An effective instrument to promote private sector-led growth?* United Nations Industrial Development Organization. Disponible en <https://bit.ly/3t7uYoT>.
- GURREA MARTÍNEZ, Aurelio (2021). «Implementing an insolvency framework for micro and small firms». *International Insolvency Review*, 30: 46-66.
- INVESTCHILE (2022). *Report on Fintech law: Key aspects of the new law for the sector in Chile*. Disponible en <https://bit.ly/3ReH5RJ>.
- IOSCO (2017). *Research report on financial technologies (Fintech)*. Disponible en <https://bit.ly/3R8irSA>.
- JENSEN, Michael C. y William H. Meckling (1976). «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure». *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305-360.
- JEQUIER, Eduardo (2016). «Nuevas tendencias para la reorganización de empresas insolventes en la legislación chilena». En Eduardo Jequier (editor), *Estudios de derecho concursal: La Ley 20.720, a un año de su vigencia*. Santiago: Thomson Reuters.
- KILBORN, Jason (2020). «El crowdfunding y el crowdlending en EEUU: Marco regulatorio, exenciones y consecuencias». En Matilde Cuenca Casas (directora), *Aspectos legales de la financiación en masa o crowdfunding* (pp. 123-140). Valencia: Tirant Lo Blanch.
- LÓPEZ-GRACIA, José y Reyes Mestre-Barberá (2015). «On the relevance of agency conflicts in SME debt maturity structure». *Journal of Small Business Management*, 53 (3): 714-734.
- MACCHIAVELLO, Eugenia (2018). *Feedback on the european commission «Proposal for a regulation on european crowdfunding service providers (ECSP) for business»*. Disponible en <https://bit.ly/3t9W7Aa>.
- MAYR, Stefan, Christine Mitter y Andrea Aichmayr (2017). «Corporate crisis and sustainable reorganization: Evidence from bankrupt Austrian SMEs». *Journal of Small Business Management*, 5 (1): 108-127.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA (2014). *Antecedentes sobre financiamiento para MIPYME*. Disponible en <https://bit.ly/4aCa4HQ>.
- . (2019). *Quinta encuesta longitudinal de empresas*. Disponible en <https://bit.ly/46MYzu5>.
- MOLLIK, Ethan y Ramana Nanda (2015). «Wisdom or madness? Comparing crowds with expert evaluation in funding the arts». Disponible en <https://bit.ly/4afN3u6>.
- MYERS, Stewart (1977). «Determinants of corporate borrowing». *Journal of Financial Economics*, 5 (2): 147-175.
- NAVAS-ALEMÁN, Lizbeth y Tamara Guerrero (2016). *Procurement practices and SMEs in global supply chains: What to do we know so far? A literature review*. Disponible en <https://bit.ly/3NjKe1s>.

- OCDE, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2010). *Facilitating access to finance: Discussion paper on credit guarantee schemes*. Disponible en <https://bit.ly/3tkGh5I>.
- . (2019). *Financing SMEs and entrepreneurship 2019: An OECD scoreboard*. Disponible en <https://bit.ly/3v1wS3q>.
- OWENS, John (2018). *Responsible digital credit: What does responsible digital credit look like?* Center for Financial Inclusion. Disponible en <https://bit.ly/46LvIq8>.
- PENROSE, Edith (2009). *The theory of the growth of the firm*. Oxford: Oxford University Press.
- RIBEIRO-NAVARRETE, Samuel, Juan Piñeiro-Chousa, M. Ángeles López-Cabarcos y Daniel Palacios-Marqués (2022). «Crowdlending: mapping the core literature and research frontiers». *Review of Managerial Science*, 16: 2381-2411.
- ROIG HERNANDO, Jaume (2016). «Crowdfunding: the collaborative economy for channelling institutional and household savings». *Research in International Business and Finance*, 38: 326-337.
- RUZ, Gonzalo (2017). *Nuevo derecho concursal chileno*. Santiago: Thomson Reuters.
- SAITO, Kuniyoshi y Daisuke Tsuruta (2018). «Information asymmetry in small and medium enterprise credit guarantee schemes: Evidence from Japan». *Applied Economics*, 50 (22): 2469-2485.
- SANDOVAL, Ricardo (2014). *Reorganización y liquidación de empresas y personas: Derecho concursal*. Santiago: Jurídica de Chile.
- SCHICH, Sebastian, Jessica Cariboni, Anna Naszodi y Sara Maccaferri (2017). *Evaluating publicly supported guarantee programmes for SMEs*. OCDE. Disponible en <https://bit.ly/3teAOon>.
- SERRANO-CINCA, Carlos, Begoña Gutiérrez-Nieto y Liz López-Palacios (2015). «Determinants of default in P2P lending». *Plos One*, 10 (10): 1-23.
- SHNEOR, Rotem (2020). «Crowdfunding models, strategies and choices between them». En Rotem Shneor, Liang Zhao y Bjørn-Tore Flaten (editores), *Advances in crowdfunding: Research and practice* (pp. 21-42). Cham: Palgrave Macmillan.
- STRÖMBERG, Per (2000). «Conflicts of interest and market illiquidity in bankruptcy auctions: Theory and tests». *The Journal of Finance*, 55 (6): 2641-2692.
- TAIWO, J. N., Temitope Falohun y Agwu Edwin (2016). «SMEs financing and its effects on nigerian economic growth». *European Journal of Business, Economic and Accountancy*, 4 (4): 37-54.
- TASK FORCE ON DIGITAL FINANCING OF THE SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS (2020). *People's money: Harnessing digitalization to finance a sustainable future*. Disponible en <https://bit.ly/3RCaOFM>.
- THATHSANARI, Udullge y Wei Jianguo (2002). «Do digital finance and technology acceptance model strengthen financial inclusion and SME performance». *MDPI Information*, 13: 1-17.

- UNIDAD DE ESTUDIOS Y ESTADÍSTICAS (2023). *Boletín estadístico: Procedimientos concursales - Ley 20.720*. Disponible en <https://bit.ly/41ez8AG>.
- WESSELS, Bob y Stephan Madaus (2020). *Rescue of business in Europe*. Oxford: Oxford University Press.
- ZHAO, Ying, Phil Harris y Wing Lam (2019). «Crowdfunding industry: History, development, policies, and potential issues». *Journal of Public Affairs*, 19.
- ZHONG, Hongda (2021). «A dynamic model of optimal creditor dispersion». *The Journal of Finance*, 76 (1): 267-316.
- ZIEGLER, Tania y Rotem Shneor (2020). «Lending crowdfunding: Principles and market development». En Rotem Shneor, Liang Zhao y Bjørn-Tore Flaten (editores), *Advances in crowdfunding: Research and practice* (pp. 63-92). Cham: Palgrave Macmillan.
- ZIEGLER, Tania, E. J. Reedy, Annie Le, Bryan Zhang, Randall S. Kroszner y Kieran Garvey (2017). *The Americas alternative finance industry report: Hitting stride*. Cambridge: Centre for Alternative Finance.
- ZUNZUNEGUI, Fernando (2020). «Encuadre sistemático y conceptual de la financiación participativa (crowdfunding)». En Cuenca Casas (directora), *Aspectos legales de la financiación en masa o crowdfunding* (pp. 37-57). Valencia: Tirant Lo Blanch.

Agradecimientos

Este artículo forma parte del proyecto Fondecyt regular 1210374.

Sobre los autores

LORENA CARVAJAL ARENAS es doctora en Derecho por la Universidad de Portsmouth (Reino Unido) y profesora adjunta de Derecho Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso. Su correo electrónico es lorena.carvajal@pucv.cl.

 <https://orcid.org/0000-0002-7659-3194>.

JUAN LUIS GOLDENBERG SERRANO es doctor en Derecho por la Universidad de Salamanca (España) y profesor asociado del Departamento de Derecho Privado de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Su correo electrónico es jgoldenb@uc.cl.

 <https://orcid.org/0000-0003-4671-4730>.

La *Revista de Chilena de Derecho y Tecnología* es una publicación académica semestral del Centro de Estudios en Derecho Informático de la Facultad de Derecho de la Universidad de Chile, que tiene por objeto difundir en la comunidad jurídica los elementos necesarios para analizar y comprender los alcances y efectos que el desarrollo tecnológico y cultural han producido en la sociedad, especialmente su impacto en la ciencia jurídica.

DIRECTOR

Daniel Álvarez Valenzuela
(dalvarez@derecho.uchile.cl)

SITIO WEB

rchdt.uchile.cl

CORREO ELECTRÓNICO

rchdt@derecho.uchile.cl

LICENCIA DE ESTE ARTÍCULO

Creative Commons Atribución Compartir Igual 4.0 Internacional



La edición de textos, el diseño editorial
y la conversión a formatos electrónicos de este artículo
estuvieron a cargo de Tipografía
(www.tipografica.io).