

REGULACIÓN DE LA FINANCIACIÓN COLECTIVA (*CROWDFUNDING*) EN LA ARGENTINA

Tabla de contenido

1. INTRODUCCIÓN	2
2. LA FINANCIACIÓN COLECTIVA: CONCEPTO DESCRIPTIVO. SU LLEGADA AL MERCADO DE CAPITALES Y EL CAMINO AL RECONOCIMIENTO DEL LEGISLADOR	3
3. LOS DESAFÍOS QUE PLANTEA EL <i>CROWDFUNDING</i> AL LEGISLADOR/REGULADOR DEL MERCADO DE CAPITALES	5
4. PAUTAS PARA LA RECEPCIÓN NORMATIVA DEL <i>CROWDFUNDING</i> EN LA ARGENTINA	7
5. RAZONES QUE PROPICIAN LA ADMISIÓN DEL <i>CROWDFUNDING</i> EN LA ARGENTINA	7

RESUMEN: De manera reciente, y bajo el impulso de la aprobación en EE.UU. de la *JOBS Act (Jumpstart Our Business Startups Act)*, la financiación colectiva o *crowdfunding* se ha expandido de sus modelos iniciales, para llegar a lo que denominaríamos en el plano normativo ámbito de la oferta pública, mediante la suscripción de valores negociables de deuda, o –principalmente– representativos del capital social del –en sentido genérico– emprendimiento o proyecto.

Desde hace tiempo se acepta en el plano normativo que el deber de información no necesariamente ha de responder a un contenido o modalidades únicas, sino que puede variar conforme ciertas características de la oferta de valores negociables, o de sus destinatarios. De ese punto de partida, se visualiza el principal desafío del regulador para recibir a la financiación colectiva en el seno de la normativa del mercado de capitales: conciliar los requisitos de información de la oferta de valores negociables con la necesidad de promover la formación de un mercado que no colapse por el fraude (regulaciones insuficientes) o por los costos de ingreso y/o permanencia (regulaciones excesivas).

Un rol clave corresponde a la regulación de los portales de internet, como conducto o intermediario típico en la financiación colectiva, de modo que aquéllos puedan cumplir con algunas de las funciones propias del intermediario tradicional, en el marco fáctico propio del *crowdfunding*. Así, en ese escenario el portal debería ser un sujeto registrado ante la Comisión Nacional de Valores, quien claramente cuenta con facultades reglamentarias a tal fin (arg. arts. 2 y 19 LMC). Por otro lado, la recepción reglamentaria de la financiación colectiva ha de proveer un marco limitado, pero significativo, de información sobre el proyecto. Sin recurrir al prospecto (en cualquiera de sus versiones previstas actualmente en nuestra normativa), ni a requerimientos de información contable inviables para el *crowdfunding*, pero ofreciendo en un formato breve y comprensible contenidos relevantes para los potenciales inversores.

1. Introducción

Desde hace unos años, la denominada Web 2.0¹ caracterizada –entre otros elementos– por la ubicuidad de las redes sociales y la colaboración entre los usuarios, ha permitido la financiación de variados emprendimientos.²

Inicialmente ligado a manifestaciones artísticas, el denominado *crowdfunding* se ha expandido al ámbito tecnológico³ y a otras actividades –con o sin finalidades de lucro–.

De manera reciente, y bajo el impulso de la aprobación en EE.UU. de la *JOBS Act (Jumpstart Our Business Startups Act)*⁴, la financiación colectiva o *crowdfunding* se ha expandido de sus modelos iniciales⁵, para llegar a lo que denominaríamos en el plano normativo ámbito de la oferta pública, mediante la suscripción de valores negociables de deuda, o –principalmente– representativos del capital social del –en sentido genérico– emprendimiento o proyecto.

¹ Suele señalarse que los orígenes de la Web 2.0 coinciden con el fin del milenio, y el término se popularizó en los años siguientes. El nombre no sugiere un cambio tecnológico fundamental, sino modificaciones en los usos de Internet, con páginas dinámicas que facilitan la interacción de los visitantes y la creación de contenidos. Ver sobre el tema Tapscott, Don y Williams, Anthony D., *Wikinomics. How mass collaboration changes everything*, Portfolio, New York, 2008.

² Los orígenes del *crowdfunding* pueden situarse en el fin del siglo pasado, aunque su presencia se hizo destacada en los últimos cinco años, y el recurso al mercado de capitales (*equity crowdfunding*) es aun más reciente, y en gran parte objeto aun de regulaciones iniciales: ver lo que señalamos en nota 12 y su texto.

³ De una manera más sencilla y vía infografía, se puede ver: http://www.nesta.org.uk/blogs/assets/features/history_of_crowdfunding. Los sitios más conocidos, para diferentes modalidades de financiación colectiva, son posiblemente Kickstarter, Kiva, IndieGoGo, Crowdfunder y Lending Club. Se trata de todas maneras, de una referencia que puede fluctuar en poco tiempo, atento a la rapidez de los cambios en el mundo *online*. Y de las mencionadas, las tres primeras son verdaderos iconos del *crowdfunding*.

⁴ Promulgada por el presidente Obama el 5 de abril de 2012, con un amplio apoyo de diferentes sectores políticos y empresariales. Sobre sus características más salientes y proceso legislativo, ver Martin, Thomas A., *The Jobs Act of 2012: Balancing fundamentals securities law principals with the demands of the crowd*, disponible en <http://ssrn.com/abstract=2040953>. Recientemente, la *Securities and Exchange Commission* publicó y puso en consulta su propuesta de reglamentación: <http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9470.pdf>.

⁵ Las variantes de financiación colectiva, aun con el riesgo de toda clasificación (particularmente en un ámbito tan dinámico como Internet), han sido presentadas por Bradford, C. Steven, *Crowdfunding and the federal securities laws*, 2012 Colum. Bus. L. Rev. 1. Allí se distinguen 5 variantes o modelos de *crowdfunding*: (i) donaciones; (ii) recompensa; (iii) compra anticipada; (iv) préstamo; y (v) participaciones de capital. Las dos últimas son las que presentan interés para el regulador del sistema financiero, particularmente en el ámbito del mercado de capitales. En el informe *The Crowdfunding Industry Report*, disponible en www.crowdfunding.org, se distinguen cuatro variantes: (i) *equity-based*; (ii) *lending-based*; (iii) *reward-based* y (iv) *donation-based crowdfunding*.

La financiación colectiva es hoy un tema de constante presencia en los medios de difusión –incluyendo, lógicamente la propia Internet–⁶, pero todavía ignorado por buena parte de las regulaciones del mercado de capitales, incluyendo a la Argentina –aunque claramente ese escenario se encamina a un cambio sustancial, al menos en el resto del mundo–.⁷

En este trabajo introductorio, describiremos brevemente las características de la financiación colectiva en el mercado de capitales y el comienzo de su reconocimiento en la regulación comparada, los desafíos que plantea al legislador/regulador, y algunas pautas para su futura recepción normativa en la Argentina. Culminaremos con las razones que hacen propicia su consideración por la Comisión Nacional de Valores, como ente rector del mercado de capitales.

2. La financiación colectiva: concepto descriptivo. Su llegada al mercado de capitales y el camino al reconocimiento del legislador

Las definiciones de la financiación colectiva (en el plano descriptivo), suelen converger en la referencia al uso de internet para obtener dinero en montos pequeños de un gran número de personas, para un proyecto determinado (de muy variada índole).⁸

De los modelos o variantes de *crowdfunding*⁹, se vinculan con el mercado de capitales los que financian el proyecto por la vía de endeudamiento o participaciones de capital, en su faz jurídica representados por la oferta pública de valores negociables.¹⁰

⁶ Basta para ello una simple búsqueda en Google. A comienzos de septiembre de 2013, aproximadamente 6.770.000 resultados se generan con esa búsqueda, pero sólo 33.300 con una limitación geográfica a Argentina (aunque resulta cada vez más frecuente en nuestro país la existencia de notas de difusión en la prensa escrita; ver por ejemplo <http://www.cronista.com/emprendedores/-Crowdfunding-para-todos-20131122-0117.html>). La popularidad a nivel global, explica el crecimiento de la actividad, proyectada para 2013 por encima de los U\$S 5.000.000.000. Se estima que los montos globales de financiamiento, en más de 1 millón de campañas o proyectos, fue en 2012 de U\$S 2.700.000.000 (*The Crowdfunding Industry Report*, www.crowdfunding.org).

⁷ Ver para la Unión Europea, el documento preparado por European Crowdfunding Network, *Regulation of crowdfunding in Germany, the UK, Spain and Italy and the impact of the European Single Market*, disponible en <http://europecrowdfunding.org/> (publicado en junio de 2013).

⁸ No necesariamente de carácter empresario o con finalidad lucrativa. Nada mejor que una visita a las plataformas indicadas en la nota 3 para apreciar la diversidad de usos de la financiación colectiva.

⁹ *Supra*, nota 5.

¹⁰ Sin innovaciones sobre el régimen anterior, ambos conceptos son objeto de definición normativa en el art. 2 LMC. Sobre el tema y su interpretación por la Comisión Nacional de Valores, Paolantonio, Martín E., *La oferta pública irregular en el mercado de valores y la ley 26.831*, La Ley Online AR/DOC/2111/2013.

En ese marco, la regla es la necesidad de autorización de oferta pública por la Comisión Nacional de Valores (art. 80 y ss. LMC), con la consiguiente carga regulatoria y responsabilidades, lo que incluye la necesidad de preparar un prospecto (arts. 119 y ss. LMC).¹¹

La regulación desde ese paradigma, no se muestra apta para la dinámica y características de la financiación colectiva, lo que ha motivado la atención del legislador en otras jurisdicciones¹², orientada a ofrecer un marco regulatorio diferente. Y en paralelo, la búsqueda –no siempre fructífera– por parte de los actores de la financiación colectiva, de esquicios en la normativa aplicable para la oferta pública.¹³

Es también importante señalar que las características de la financiación colectiva son notablemente distintas de las propias de las colocaciones tradicionales en el ámbito de la oferta pública:

- a. El sujeto tomador de fondos no es, en la mayoría de los casos, la empresa típica que recurre al mercado de capitales: no tiene “pasado”, apenas algo de “presente” y quizá “futuro”.¹⁴
- b. El medio de colocación es internet, por su masividad y bajo o nulo costo de llegada a los potenciales inversores.
- c. Comparada con el carácter vertical de la oferta pública, donde la transacción es ordenada y estructurada por medio del sindicato de entidades colocadoras, la financiación colectiva es un proceso mucho más horizontal, con un grado de interacción importante con los inversores potenciales.

¹¹ A diferencia de otras regulaciones, la legislación nacional no reconoce excepciones al régimen de oferta pública por la vía de la denominada oferta privada, ni exenciones al deber de preparar un prospecto informativo cuando la emisión se limite a un número determinado de inversores, o éstos sean inversores calificados. Ver por ejemplo en las Normas de la Comisión Nacional de Valores (NCNV), Título II, Cap. VI, art. 14 y Cap. VII, arts. 1 y 2.

¹² Aunque la mencionada *JOBS Act* es la primera norma legal que reconoce al *crowdfunding* como una realidad necesitada de una regulación propia, se delegó en la *Securities and Exchange Commission* el dictado de la reglamentación, la que se encuentra en estado de consulta pública desde octubre de 2013 (*supra*, nota 4). Fue el legislador italiano el primero en dictar un marco integral y operativo para la financiación colectiva, aunque limitado a emprendimientos tecnológicos, mediante la Deliberación 18.592 de la *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (CONSOB). Se espera una regulación comunitaria europea para principios de 2014.

¹³ Ver el documento mencionado en nota 7. Por supuesto que la incertidumbre en materia regulatoria, y el recurso a normas de excepción o interpretaciones sobre aquéllas que incluso pueden resultar discutibles, pone un freno al desarrollo de la financiación colectiva. Y en países como la Argentina, donde además la conducta podría infringir el art. 310 del Código Penal, la situación es aún más desfavorable.

¹⁴ Recordemos que la tasa de fracaso en nuevos proyectos o emprendimientos es muy alta. De allí la necesidad indicada más arriba de limitar el monto de inversión en el ámbito de la financiación colectiva.

- d. El monto de la inversión es, en términos relativos, muy bajo y el número de inversores, muy alto.
- e. El rol de intermediación no lo toman los colocadores habituales del mercado de capitales, sino un nuevo participante que cumple algunas funciones análogas, pero también otras muy peculiares: el portal de internet.¹⁵
- f. Los valores negociables tendrán liquidez (mercado secundario) nulo o muy reducido por un período relativamente extenso luego de la colocación.

Se trata, evidentemente, de una realidad muy distinta a la habitual en el mercado de capitales, hasta hoy mayormente financiada con el esfuerzo del propio emprendedor (o sus allegados) y –con limitaciones– de manera privada vía capital de riesgo (*venture capital*).

Ante ello, y aunque en el marco de legislaciones hijas de la última crisis económica, el legislador ha comenzado a tomar nota de las diferencias apuntadas, para intentar dar un marco normativo adecuado a la financiación colectiva, intentando balancear los intereses en juego.¹⁶

3. Los desafíos que plantea el *crowdfunding* al legislador/regulador del mercado de capitales

Desde la década de 1930, la información al inversor constituye un pilar de la normativa del mercado de capitales, y una de las condiciones necesarias para su eficiencia. Se trata de una afirmación que, en su formulación general, no admite discusión.¹⁷

Pero cuando se profundiza el tema, se advierte que la información implica un costo de acceso –y permanencia– en el mercado de capitales para los (en sentido amplio) emisores, que potencialmente puede afectar la función económica central del mercado de capitales.¹⁸ Ese costo, aun cuando la medición empírica es compleja¹⁹, se considera

¹⁵ Ver sobre el tema MacLeod Heminway, Joan, *The new intermediary on the block: funding portals under the CrowdFund Act*, disponible en <http://ssrn.com>.

¹⁶ Ver *supra*, nota 12.

¹⁷ Nos hemos ocupado del tema en trabajos anteriores, y remitimos en particular a Paolantonio, Martín E., *Deber de información, prospecto y responsabilidad civil en la oferta pública inicial de valores negociables*, "Revista de Derecho Comercial, del Consumidor y de la Empresa", junio de 2011, p. 245, donde se incluyen amplias referencias de doctrina nacional y extranjera sobre el tema.

¹⁸ En términos sencillos, y en el marco más amplio del mercado financiero, permitir la transferencia de recursos de unidades económicas superavitarias a aquellas deficitarias: Paolantonio, Martín E., *El derecho*

compensado por los innegables beneficios que la información entrega al mercado de capitales y sus participantes.

Ya desde hace tiempo se acepta en el plano normativo que el deber de información no necesariamente ha de responder a un contenido o modalidades únicas, sino que puede variar conforme ciertas características de la oferta de valores negociables²⁰, o de sus destinatarios.²¹

De ese punto de partida, se visualiza el principal desafío del regulador para recibir a la financiación colectiva en el seno de la normativa del mercado de capitales: conciliar los requisitos de información de la oferta de valores negociables con la necesidad de promover la formación de un mercado que no colapse por el fraude (regulaciones insuficientes) o por los costos de ingreso y/o permanencia (regulaciones excesivas).²²

La respuesta a ese desafío se nutre inicialmente de las razones que, en general, se consideran válidas para reducir la carga informativa del régimen general de la oferta pública (número de inversores, monto de la oferta, limitación a inversores calificados, etc.). Pero no culmina allí: la dinámica de la financiación colectiva es distinta de la oferta pública "tradicional"²³, por lo que son además necesarias otras previsiones normativas acorde a esas notas típicas.

De esa cuestión, tomando en cuenta la literatura existente y las primeras aproximaciones en otros ordenamiento jurídicos, nos ocupamos en la sección siguiente.

del mercado de capitales, "Revista de Derecho Comercial, del Consumidor y de la Empresa", septiembre de 2010, p. 262, con referencias adicionales.

¹⁹ Lo que no ha obstado al realización de diversas indagaciones empíricas sobre el valor (negativo o positivo) de las regulaciones en general en el mercado de capitales, y de algunas en particular. Ver, con foco en la mencionada *JOBS Act*, Dharmapala, Dhammika y Khanna, Vikramaditya, *The costs and benefits of mandatory securities regulation: evidence from the market reactions to the JOBS Act of 2012*, disponible en <http://papers.ssrn.com/abstract=2293167>.

²⁰ Por ejemplo, su plazo de pago en el caso de títulos de deuda, criterio implícitamente tomado por el legislador al excluir del régimen de oferta pública a los cheques de pago diferido negociables en mercados: art. 56, ley 24.452. Recordamos que en los cheques de pago diferido el vencimiento no puede exceder 360 días de la fecha de creación: art. 54 inc. 4, ley 24.452.

²¹ La distinción entre diferentes tipos de inversores en el plano normativo, no hace sino reconocer la dificultad de presentar notas comunes que permitan definir "al inversor", con características comunes y homogéneas que constituyan el centro de la regulación en el mercado de capitales. Ver sobre el tema, y las dificultades que plantea la noción de consumidor financiero, Paolantonio, Martín E., *¿El consumidor financiero es consumidor?*, L.L. 2010-B, 1025.

²² Sobre el tema, Agrawal, Ajay K; Catalini, Christian y Goldfarb, Avi, *Some simple economics of crowdfunding*, disponible en <http://nber.org>.

²³ Ver más arriba, Sección 2, parte final.

4. Pautas para la recepción normativa del *crowdfunding* en la Argentina

Como lo señalamos en la sección precedente, la regulación de la financiación colectiva debe tender a promover el desarrollo de una alternativa de acceso al mercado de capitales de un enorme potencial, evitando que (sea por exceso o defecto) se generen situaciones de falla de mercado que frustren los objetivos de una eventual y futura normativa.

En ese marco, un rol clave corresponde a la regulación de los portales de internet, como conducto o intermediario típico en la financiación colectiva, de modo que aquéllos puedan cumplir con algunas de las funciones propias del intermediario tradicional, en el marco fáctico propio del *crowdfunding*. Así, en ese escenario el portal debería ser un sujeto registrado ante la Comisión Nacional de Valores, quien claramente cuenta con facultades reglamentarias a tal fin (arg. arts. 2 y 19 LMC).²⁴

Por otro lado, la recepción reglamentaria de la financiación colectiva ha de proveer un marco limitado, pero significativo, de información sobre el proyecto. Sin recurrir al prospecto (en cualquiera de sus versiones previstas actualmente en nuestra normativa), ni a requerimientos de información contable inviables para el *crowdfunding*, pero ofreciendo en un formato breve y comprensible contenidos relevantes para los potenciales inversores.

Adicionalmente, la significativa tasa de fracaso de nuevos emprendimientos, significa un riesgo sustantivo para el inversor. De allí que, particularmente cuando el *target* de la oferta es típicamente no sofisticado, es conveniente poner un límite cuantitativo al monto a invertir por individuo, en términos absolutos y relativos a su ingreso anual.

Por último, y particularmente importante en el ámbito del *equity crowdfunding*, resulta beneficioso establecer pautas de gobierno corporativo (en parte adaptables del régimen general), que tutelen la situación del accionista minoritario luego de la inversión, en atención a la natural ausencia de un mercado secundario que acompaña a la financiación colectiva.

5. Razones que propician la admisión del *crowdfunding* en la Argentina

Sin dudas, la regulación de una actividad en el mercado de capitales con reglas diferentes a las de carácter general, merece una explicación acerca de su conveniencia.

En este punto, la razón más relevante pasa por la ausencia de una alternativa comparable para la financiación de emprendedores o pequeños empresarios.

²⁴ Ver, particularmente, el último párrafo del art. 2 LMC, que autoriza a la CNV a extender su competencia a todos los sujetos “... que, a criterio de la Comisión Nacional de Valores, corresponda registrar para el desarrollo del mercado de capitales”.

Sucintamente:

- a. El recurso a capital propio (incluyendo el endeudamiento personal y los fondos proporcionados por el núcleo cercano al emprendedor (*friends & family*) es por definición limitado, y quizá aun más en la Argentina, donde no es habitual (y ello por variadas razones, incluyendo costos) la hipoteca de la vivienda propia para la financiación de los emprendedores.²⁵
- b. La presencia de proveedores de capitales de riesgo (*venture capital*), presenta los inconvenientes que se han señalado particularmente para el tipo de proyectos objeto de financiación colectiva.²⁶
- c. La financiación bancaria, sin perjuicio de la eventual presencia –marginal– de líneas de crédito especiales o subsidiadas, no tiene posibilidad de cumplir su función esperada para los emprendedores: la incertidumbre acerca de la generación de ingresos futuros resulta una barrera insuperable para la técnica bancaria de otorgamiento de créditos.²⁷
- d. Las alternativas tradicionales del mercado de capitales –aun considerando las regulaciones especiales existentes–²⁸, imponen costos muy elevados para el acceso al ahorro público, y exige tiempos difícilmente conciliables con la dinámica de los proyectos típicamente objeto de financiación colectiva.
- e. Por hipótesis, aun la alternativa que puede asistir a las pequeñas y medianas empresas a conseguir fondos en el mercado de capitales (cheques de pago diferido), no tiene cabida para nuevos proyectos.

²⁵ Y la eventual existencia de esa alternativa no es completamente deseable, o al menos no una solución a la necesidad de financiamiento, si se consideran los posibles efectos sociales negativos del sobreendeudamiento familiar y el compromiso de la vivienda del emprendedor.

²⁶ Ver Lawton, Kevin y Marom, Dan, *The crowdfunding revolution*, Mc Graw Hill, 2013, Kindle Ed., especialmente pos. 415 y ss. Y a ello se agrega el carácter cíclico de la inversión de capital de riesgo: Mason, Colin M. y Harrison, Richard T., *Business angel investment activity in the financial crisis: UK evidence and policy implications*, disponible en www.gla.ac.uk/media/media_286594_en.pdf.

²⁷ La que, recordamos, parte del análisis de información financiera histórica y presente que permita un cálculo de los flujos futuros del deudor, suficiente para el pago de la deuda.

²⁸ Así, por ejemplo, los correspondientes a PYMEs, o secciones especiales de cotización para nuevos proyectos, o sección tecnológica. Salvo, y en volúmenes acotados, lo atinente a obligaciones negociables, ninguna de esas alternativas ha tenido éxito. Parte de ese resultado puede atribuirse a los requisitos normativos para la emisión de valores negociables. Como contrapunto, y demostrando de un modo práctico el costo de la regulación, ha sido muy frecuente el recurso a la negociación de cheques de pago diferido, en los cuales el sujeto tomador del crédito no está alcanzado por las normas típicas de los emisores en el régimen de oferta pública (de hecho, los cheques de pago diferido negociables en mercados están fuera de esa normativa: art. 56, ley 24.452). Ver más arriba, notas 10 y 14 y su texto.

f. Aun con una expresa previsión normativa²⁹, no se han prácticamente desarrollado en la Argentina vehículos de inversión colectiva que financien emprendedores o pequeños empresarios. Y aun cuando esa situación se modificara (lo que tampoco es probable), las características de esos fondos comunes de inversión –o eventualmente, fideicomisos financieros– son imperfectas en cuanto a tiempos y costos para la finalidad perseguida.

En otros términos, existe una brecha de financiamiento³⁰, que puede ser cerrada (o al menos acotada) por la financiación colectiva, y no por las alternativas de fondeo tradicionales del régimen existente de oferta pública, aun en sus variantes simplificadas.³¹

Desde otra perspectiva, el *crowdfunding* brinda una oportunidad única para hacer realidad no sólo el propósito del legislador vinculado con el financiamiento del pequeño empresario, sino también el objetivo de facilitar el acceso al mercado de capitales de pequeños inversores –art. 1 inc. a) LMC–.³²

Para ello, indudablemente, hace falta una normativa adecuada, que en el ámbito del mercado de capitales pertenece al dominio de la Comisión Nacional de Valores.

No es una tarea sencilla, pero la consideración de las pautas indicadas en la Sección 4 precedente, y la valoración de las diferentes soluciones que ya ofrece la regulación comparada y que se multiplicarán en el futuro inmediato, pueden ser un punto de partida para hacer realidad las promesas de la financiación colectiva.

Martín E. Paolantonio

Diciembre de 2013

²⁹ Nos referimos al régimen especial para la constitución de fondos comunes de inversión cerrados para el financiamiento de MIPYMES y para proyectos de innovación tecnológica (NCNV, Título V Sección VII, arts. 50 y 52), y a los fideicomisos financieros para el financiamiento de MIPYMES (NCNV, Título V Sección XVII, art. 43).

³⁰ Bradford, *Crowdfunding...*, cit.

³¹ Cuestión que se vincula con el declarado objetivo de la LMC: promover el acceso al mercado de capitales de las pequeñas y medianas empresa –art. 1 inc. c) LMC–.

³² Que en el paradigma de regulación tradicional, mediante el cual las menores exigencias regulatorias se “compensan” por la restricción de adquisición del valor negociable a inversores calificados, ciertamente no se cumple. Por hipótesis y definición normativa, los inversores calificados (Título I, Capítulo 6, art. 4 de las NCNV), no son los pequeños inversores mentados por el art. 1 inc. a) LMC.