

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ
ESCUELA DE POSGRADO



TESIS PARA OPTAR EL GRADO ACADÉMICO DE MAGISTER EN LA MAESTRÍA
DE DERECHO BANCARIO Y FINANCIERO

**¿CÓMO REGULAR? UNA APROXIMACIÓN AL *CROWDLENDING*, DESDE LA
PERSPECTIVA DEL REGULADOR, COMO MECANISMO ADICIONAL DE ACCESO
AL FINANCIAMIENTO DE LAS MICRO, PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS**

AUTORA:

GUTIERREZ VEGA, MILUSKA JAZMIN

ASESORA:

VODANOVIC RONQUILLO, LJUBICA

Lima, Abril 2018

Per la persona che mi guardò con occhi di orgoglio e che ora mi guarda con occhi di ammirazione e di amore. Grazie per il vostro sostegno, per facilità di catarsi di supporto a tutte le ore e sempre fare i miei muscoli risorios mantenere attivo nonostante tutto.

FAF - F424.

Per il mio primo grande squadra: la mia famiglia Gutierrez Vega

Miluska Gutierrez Vega



ÍNDICE

RESUMEN EJECUTIVO.....	5
INTRODUCCIÓN.....	6
I. PANORAMA GENERAL DEL FINANCIAMIENTO A MICRO, PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS.....	10
1. Definición y características de las micro, pequeñas y medianas empresas... 10	
2. Los números generales del financiamiento a micro, pequeñas y medianas empresas en el mercado financiero y en el mercado de capitales..... 12	
3. Marco regulatorio general en cuanto al financiamiento a micro, pequeñas y medianas empresas..... 20	
4. Principales factores por considerar en el otorgamiento de financiamiento a micro, pequeñas y medianas empresas 23	
II. ACCESO AL FINANCIAMIENTO DE LAS MICRO, PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS	30
1. Las necesidades de las micro, pequeñas y medianas empresas en el Perú . 30	
2. Fuentes de financiamiento disponibles..... 32	
3. ¿Qué es el <i>crowdfunding</i> ? 38	
4. Modalidades de <i>crowdfunding</i> 41	
5. Los nuevos proyectos de las MIPYME y su financiamiento como muestra para la medición del éxito de los mismos 46	
6. Beneficios del <i>crowdlending</i> 48	
7. Riesgos generales del <i>crowdlending</i> 50	
8. Riesgos del <i>crowdlending</i> para las micro, pequeñas y medianas empresas . 53	
9. Situación actual del <i>crowdlending</i> en el Perú: ¿Existen plataformas? De ser el caso ¿bajo qué presupuesto operan? 64	
10. ¿Resulta conveniente regular el <i>crowdlending</i> con la finalidad de que cumpla con su objetivo de constituir una nueva y real alternativa de financiamiento para las medianas y pequeñas empresas así como para nuevos proyectos? 72	
III. ¿CÓMO PRESENTAR UNA PROPUESTA DE REGULACIÓN PARA QUE EL CROWDLENDING FUNCIONE COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO DE LAS MICRO, PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS?.....	85
1. Principios de la regulación en el sistema financiero 85	
2. ¿El ahorro público como objetivo de la regulación? 88	
3. Definición de las tendencias regulatorias actuales 94	
4. Tendencias regulatorias por país 100	
IV. PROPUESTA REGULATORIA DEL CROWDLENDING EN EL PERÚ PARA QUE ÉSTE CUMPLA CON LA FINALIDAD DE SER UNA NUEVA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO.....	112

1. Tendencia regulatoria para Perú: beneficios y riesgos	112
3. Lineamientos generales para propuesta regulatoria en el Perú.....	118
4. ¿Funcionaría un esquema de <i>Sandbox</i> en Perú?	132
V. CONCLUSIONES.....	144
VI. BIBLIOGRAFÍA.....	148
ANEXO I - RESUMEN DEL RÉGIMEN REGULATORIO EN MATERIA DE CROWDFUNDING EN ALGUNOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA.....	159
ANEXO II - RESUMEN DEL RÉGIMEN REGULATORIO EN MATERIA DE CROWDFUNDING EN ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA.....	169
GRÁFICO 1 – CRECIMIENTO ANUAL DE LAS COLOCACIONES A EMPRESAS ..	13
GRÁFICO 2 – TASAS DE INTERÉS ACTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO	18
GRÁFICO 3 – CICLO DE VIDA DE LA EMPRESA.....	34
GRÁFICO 4 – NÚMERO DE PLATAFORMAS ELECTRÓNICAS EN PERÚ	65
GRÁFICO 5 – TENDENCIAS REGULATORIAS.....	95



RESUMEN EJECUTIVO

Las micro, pequeñas y medianas empresas son un tipo de organizaciones especiales, con una naturaleza que es capaz de cuestionar cualquier modelo regulatorio que se proponga establecer para ellas. Atendiendo a dicha naturaleza, uno de los mayores inconvenientes que enfrentan de forma permanente en el desarrollo de sus actividades es el acceso a fuentes de financiamiento, dado que (atendiendo a sus características particulares) las alternativas de financiamiento con las que cuentan son limitadas y a las que pueden acceder son, usualmente, más costosas. En ese escenario, la primera pregunta que podría formularse el lector es ¿por qué centrarnos en micro, pequeñas y medianas empresas? Un solo número es capaz de dar respuesta a la pregunta: 99% (de acuerdo a los datos proporcionados por Morisaki (2016)). Es el porcentaje que representan las micro y pequeñas de las empresas formales en el país y evidentemente tienen un impacto relevante en la economía local.

El *crowdfunding* es un mecanismo por el que, a través del uso de la tecnología, distintas personas pueden participar en diversas actividades financieras, en este caso, en el otorgamiento o recepción de préstamos. Dados sus beneficios y características, el *crowdfunding* se propone como una alternativa adicional de financiamiento para las micro, pequeñas y medianas, siendo necesaria su regulación para proteger un bien jurídico específico y alcanzar un objetivo específico; controlar determinados riesgos propios de la actividad; así como para que el *crowdfunding* se convierta en una fuente real de acceso al financiamiento para las micro, pequeñas y empresas locales.

¿Cómo regular? ¿Cómo regular sin que ello implique un desincentivo para la creación y participación de estas plataformas electrónicas? ¿Cómo regular pensando en las micro, pequeñas y medianas empresas? ¿Cómo regular considerando un sistema financiero como el nuestro y respetando los principios regulatorios que lo guían? Esos son los grandes cuestionamientos que deben ser atendidos por los reguladores involucrados para proponer un esquema regulatorio que no se convierta en el obstáculo de una actividad económica que se está desarrollando y que, de incentivarla adecuadamente, puede implicar una interesante fuente de financiamiento para las empresas que activan de forma constante la economía del país. Justamente, la importancia de otorgar alternativas adicionales a las micro, pequeñas y medianas radica en el hecho de que representando un flujo importante de dinero para la economía peruana son las que más inconvenientes tienen para acceder a financiamientos que pueden contribuir a su desarrollo.

INTRODUCCIÓN

La activación del sector en el que se desenvuelven las pequeñas y medianas empresas ha sido una de las prioridades de los últimos años del gobierno y de las distintas entidades del sector privado preocupadas por la evolución de dicho segmento, por cuanto siempre se están buscando nuevas alternativas que apoyen el desarrollo y el crecimiento del sector, lo que a su vez impulsará a un crecimiento económico del país. La preocupación constante tiene su razón en el hecho de que las micro y pequeñas empresas (MYPE) representan un importante segmento para la economía peruana, pues concentran a más del 99% del total de las empresas formales del país (Morisaki, 2016), a lo que se suma que tienen un relevante aporte al PBI nacional, esto es aproximadamente el 40% (según ASEP (2015)), y son grandes generadoras de puestos de trabajo, que representan el 60% de la PEA ocupada (Morisaki, 2016).

Uno de los factores esenciales que permite justamente que las pequeñas unidades productivas logren un mayor desarrollo es el acceso al financiamiento. A través de este mecanismo tienen la posibilidad de obtener frescos recursos para adquirir activos fijos y capital de trabajo para sus negocios, desarrollar nuevos proyectos y abrir espacios de innovación en el mercado. Específicamente, atendiendo a la naturaleza de sus operaciones, las mismas que son de muy alta rotación, requieren dicho financiamiento de forma rápida y eficiente. Así, en los últimos años, los créditos concedidos por las empresas del sistema financiero a las MYPE han mostrado un comportamiento positivo, y han registrado un saldo de más de S/32,400 millones a marzo 2016 (Morisaki, 2016). De acuerdo a la Asociación de Bancos del Perú (ASBANC), este monto significó un incremento de más del 19% frente al saldo reportado cuatro años atrás. En la misma línea, se precisa que en los años 2014 y 2015 se observó una ligera desaceleración en la tasa de crecimiento de estos préstamos como consecuencia del menor dinamismo de nuestra economía. A partir de las cifras que engloban parte de la situación actual de las MYPE, podemos afirmar que gran parte del desarrollo del sector de las MYPE ha estado ligado estrechamente a las alternativas del financiamiento que tienen dichas empresas, como motor para la innovación y para los nuevos proyectos que puedan tener.

Si bien los datos arriba mencionados nos dan ciertos indicios de la situación actual de las MYPE, hay muchos más factores que contribuyen a tener un panorama completo sobre dichas empresas. Cabe mencionar que en los últimos años hemos sido testigos

de que constantemente se están creando y pensando nuevas alternativas que permitan a las micro, pequeñas y medianas empresas acceder a diversas fuentes de financiamiento, atendiendo a su naturaleza y a sus necesidades (en cuanto a monto y tiempo de dicho financiamiento, entre otros). Entre los más recientes proyectos presentados, se ha destacado la creación del Mercado Alternativo de Valores (MAV) (proyecto impulsado por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y por otros actores involucrados) y la creación de la factura negociable (el denominado *factoring*, impulsado, entre otros, por la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT), la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS) y otros agentes participantes).

Pese a los reiterados intentos, diversos han sido los factores por los que dichas alternativas no pueden llegar a cimentar sus bases en el mercado local y convertirse en una verdadera fuente de acceso al financiamiento para las MYPE. En ese sentido, muchos son los cuestionamientos respecto del porqué el éxito de las medidas innovadoras propuestas por entidades como la SMV aún no se ha dado. Específicamente, en el caso del MAV, factores como el problema de corte societario (adoptar una de las formas societarias regulada por la normativa aplicable), la falta de difusión adecuada y los antecedentes culturales de este tipo de empresas (Fernández, 2015) pueden dar indicios de la respuesta al porqué las medidas de alternativas para el financiamiento aún no cimentan sus bases en el mercado local. Nada impide pensar que estos factores puedan replicarse en los proyectos de nuevas alternativas de financiamiento que se estructuran para este tipo de empresas.

En ese contexto, dada la naturaleza, riesgos y particularidades de las MYPE, demandantes de financiamiento, resulta de especial relevancia la búsqueda y la consiguiente puesta en marcha de nuevas modalidades de financiamiento que representen un costo menor de acceso al mismo y que puedan ser utilizadas frecuentemente por tales empresas, superando las barreras existentes que han impedido el desarrollo completo y exitoso de otras alternativas propuestas hasta el momento. Atendiendo a los riesgos que las alternativas pueden implicar, acompañadas de otras medidas regulatorias en diferentes aristas de la normativa local, resulta pertinente analizar este nuevo mecanismo de acceso a financiamiento como una de las implementaciones que contribuyan al desarrollo de este sector. Cabe destacar que se plantea un nuevo mecanismo como una alternativa adicional mas no

como el único mecanismo que puede ayudar a que los objetivos mencionados a lo largo de esta sección sean alcanzados.

En el presente estudio, el *crowdfunding* se propone como una innovación en el financiamiento a través de plataformas de internet estructuradas y será analizado considerando las experiencias pasadas. Específicamente, esta nueva alternativa tiene una serie de beneficios y ventajas para las MYPE y puede solucionar ciertos de los inconvenientes relacionados al acceso al financiamiento de estas empresas. No obstante, el *crowdfunding* también implica la generación de nuevos riesgos que son propios de la actividad. Todo ello nos lleva a analizar, desde la perspectiva del regulador, la propuesta regulatoria de esta nueva modalidad de acceso al financiamiento de tal manera que el *crowdfunding* impulse el sector de las MYPE y se puedan mitigar los riesgos que importa esta nueva actividad. Conforme analizaremos más adelante, el objetivo de la regulación del *crowdfunding* debe encontrar su balance entre una acción que contribuya a la mitigación de riesgos identificados pero que no desincentive el uso del mencionado mecanismo por parte de los diferentes actores que intervienen en su operación.

Conviene precisar que uno de los factores primordiales que ha impulsado el surgimiento de plataformas de *crowdfunding* y en general el desarrollo del fenómeno “*Fintech*” (Chen, 2016) es la conocida crisis financiera de los años 2007 – 2008. El impacto de esta crisis produjo el colapso de los principales actores financieros a nivel mundial lo que vino acompañado de una reducción de la confianza en el sistema financiero en general. A ello se sumó el hecho de que el acceso al financiamiento y los costos del mismo (para aquellos que pudieron acceder) se convirtieron en un gran problema para las personas y empresas que recurrían al sistema financiero en general. En tal sentido, la desconfianza de las personas y empresas en el sistema financiero generaron que éstos empiecen a buscar alternativas a las fuentes de fondeo tradicionales con los que contaban. Es ese escenario, donde las innovaciones tecnológicas parecen manejar todos los aspectos de la vida de las personas, sumado a las secuelas de la crisis financiera, el que ha conducido a que las personas y las empresas busquen y generen mecanismos alternativos de financiamiento. Dichas nuevas alternativas están fuertemente entrelazadas con nuevas tecnologías y una serie de herramientas que facilitan el acceso de las personas a este tipo de servicios. Es decir, se trata de equiparar el servicio financiero a un servicio, por ejemplo, de compraventa de objetos a través de internet (compras *online*). La gran pregunta es ¿por qué, si se pueden comprar y contratar los más excéntricos servicios por internet,

usando las conocidas apps o el internet, no es posible que un servicio tan vital y cotidiano como el de naturaleza financiera no pueda ser contratado por la misma vía?

En esa medida, en la primera sección del documento se analiza (de manera descriptiva) el panorama de las micro, pequeñas y medianas empresas y su situación en cuanto a acceso a financiamiento. Se presentan también ciertas estadísticas que pueden dar mayor información a la real situación y problemáticas de estas entidades particulares respecto de las fuentes de financiamiento a las que pueden acceder.

En la segunda sección, continuando con el acceso al financiamiento de estas entidades, nos centramos en sus necesidades y demanda de financiamiento, proponiendo al *crowdfunding* como una alternativa adicional capaz de atender dicha demanda no satisfecha de las MYPE. Se presentará una descripción general del *crowdfunding* y cómo funciona como alternativa de financiamiento, en sus distintas modalidades. Cabe destacar que si bien se analizarán las ventajas del *crowdfunding*, también se destacarán los riesgos y los inconvenientes a los que está sujeto, considerando un mercado como el nuestro.

En la tercera sección, se presentará un breve análisis de la conveniencia de regular esta nueva fuente de financiamiento, revisando las tendencias regulatorias que existen a la fecha en los diversos países. Finalmente, en la cuarta sección se propone una serie de lineamientos para la definición regulatoria del *crowdfunding* en el para Perú, atendiendo a los beneficios y riesgos de la figura del *crowdfunding* y las particularidades del mercado local.

Para González (2016) hay una serie de ventajas muy interesantes, especialmente para las PYME, que se desprenden del uso de esta novedosa figura, las cuales debatiremos a lo largo del documento. Para ser más optimistas aún, De Evan (2016) tiene estadísticas interesantes respecto de la evolución en cuanto del uso de servicios financieros alternativos por parte de las MYPE. Será propósito también del presente documento, validar si la propuesta regulatoria puede impulsar esta evolución o, por el contrario, sería la causante de una involución en un sector como este.

I. PANORAMA GENERAL DEL FINANCIAMIENTO A MICRO, PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS

1. Definición y características de las micro, pequeñas y medianas empresas

Las micro y pequeñas empresas (en adelante, “MYPE”) se definen en la legislación vigente de distintas maneras. Así las cosas, hemos identificado que la normativa local tiene tres (3) definiciones para este tipo de entidades.

Sin perjuicio de ello, cabe señalar que la SUNAT también maneja una cuarta definición, prevista en el Régimen MYPE Tributario. “En este régimen comprende a personas naturales y jurídicas, sucesiones indivisas y sociedades conyugales, las asociaciones de hecho de profesionales y similares que obtengan rentas de tercera categoría, domiciliadas en el país cuyos ingresos netos no superen las 1,700 UIT en el ejercicio gravable”.

En primer lugar, de conformidad con lo señalado en el Texto Único Ordenado de la Ley de Impulso al Desarrollo Productivo y al Crecimiento Empresarial, aprobado por Decreto Supremo No. 013-2013-PRODUCE, conforme ésta norma haya sido modificada (en adelante, el “TUO de la Ley de Crecimiento Empresarial”), “la MYPE es la unidad económica constituida por una persona natural o jurídica, bajo cualquier forma de organización o gestión empresarial contemplada en la legislación vigente, que tiene como objeto desarrollar actividades de extracción, transformación, producción, comercialización de bienes o prestación de servicios”.

En ese sentido, las MYPE deben ubicarse en alguna de las siguientes categorías empresariales, las mismas que tienen como criterio el monto de sus ventas anuales:

- Microempresa: ventas anuales hasta el monto máximo de 150 Unidades Impositivas Tributarias (UIT).
- Pequeña empresa: ventas anuales superiores a 150 UIT y hasta 1700 UIT.

- Mediana empresa: ventas anuales superiores a 1700 UIT y hasta 2300 UIT.

Continúa la misma norma señalando que el incremento en el “monto máximo de ventas anuales señalado para la micro, pequeña y mediana empresa podrá ser determinado por decreto supremo refrendado por el Ministro de Economía y Finanzas y el Ministro de la Producción cada dos (2) años”. A la fecha, dicho incremento en el monto máximo de ventas anuales no se ha producido.

En segundo lugar, desde una perspectiva contable, la SBS a través del Reglamento para la Evaluación y Clasificación del Deudor y la exigencia de provisiones, aprobado por Resolución SBS No. 11356-2008, conforme haya sido modificado, clasifica los créditos otorgados a las microempresas y a las pequeñas empresas en función al nivel de endeudamiento total de estas unidades productivas con el sistema financiero. El detalle de dichas definiciones se encuentra en la sección 1.3 siguiente.

Finalmente, el artículo (declarado inconstitucional por el Resolutivo del Expediente N° 00009-2014-PI-TC, publicado el 14 de abril de 2016) de la Ley que promueve las emisiones de valores mobiliarios y fortalece el mercado de capitales, Ley No. 29720 (conforme haya sido modificada) definía a tales entidades como aquellas sociedades que no se encuentran bajo el alcance de la supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores (en adelante, la “SMV”) pero que generan determinado monto de ingresos de forma anual o que cuenta con un monto relevante de activos totales.

Sin perjuicio de que el TUO de la Ley de Crecimiento Empresarial señala expresamente que existe la obligación tanto de las entidades públicas como de las privadas de promoción de determinados factores o criterios para alcanzar cierta homogeneidad en el tratamiento de este tipo de empresas, como se puede deducir, ninguna de las definiciones antes señaladas coincide. Al respecto, es importante mencionar que ha sido una preocupación constante y reciente la definición adecuada de este concepto. Así, se ha propuesto aumentar los umbrales de los empleados, facturación y activos de este tipo de empresas (El País, 2013).

Sobre el particular, consideramos que este podría ser el primer inconveniente para tratar de aplicar una regulación que busque promover una alternativa de financiamiento para este tipo de entidades: al no existir uniformidad respecto de los criterios que hacen de una entidad una MYPE, y el tratamiento normativo que les aplica, no hay claridad regulatoria y por ende los mecanismos normativos que buscan beneficiarlos pierden capacidad de cumplir su objetivo.

Habiendo dicho esto, resulta necesario que se trabaje con una sola definición de MYPE y que las normas que se dicten para tales efectos sean lo suficientemente claras, de tal forma que permitan a su vez que este tipo de empresas puedan autocalificarse para acceder a este tipo de financiamiento. Al definirse como tales, tendrán claridad en cuanto a los beneficios que les pueden aplicar por encontrarse en dicho régimen. Destacamos la importancia también de contar con estadísticas reales que muestren un censo realizado a las MYPE que operan formal o informalmente.

Atendiendo a que el presente documento pretende analizar una propuesta regulatoria para el *crowdfunding* como una nueva alternativa de financiamiento para las MYPE, para efectos del análisis del presente documento se trabajará con la definición de la regulación de la SBS, con la finalidad de establecer comparaciones más precisas entre lo que actualmente otorga el sistema financiero y la falta de atención a la demanda de las MYPE.

2. Los números generales del financiamiento a micro, pequeñas y medianas empresas en el mercado financiero y en el mercado de capitales

2.1 Aspectos Generales

El mercado de financiamiento en el que participan las MYPE se ha vuelto cada vez más competitivo, con diferentes actores en todas las regiones del país. Según ASBANC (2015), en los últimos cinco años el interés de los bancos y financieras en este sector ha sido evidente y se ha materializado en el otorgamiento de distintos créditos. Para

dichos efectos, se han tomado en consideración las estadísticas que hemos mencionado en la introducción del documento.

A noviembre del 2017, ASBANC (2017) indica que ha existido un incremento en cuanto a los montos desembolsados a las MYPES, siendo que dicho monto se incrementó en más del 4% respecto del mismo periodo en el 2016.

Del mismo modo, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) señala, en el Reporte de Estabilidad Financiera (BCRP, 2017), a mayo del 2017, el crédito del sistema financiero otorgado a las empresas se desaceleró en los últimos doce meses en línea con la evolución de la demanda interna. Sin embargo, el comportamiento del crédito es diferenciado por tipo de empresa. Así, la cartera de empresas mayoristas disminuyó su tasa de crecimiento anual, mientras que el crédito a las MYPE continuó expandiéndose, luego de mantenerse estancado durante los años 2014 y 2015. El gráfico siguiente muestra la expansión de la que se habla anteriormente:

Gráfico 1 – Crecimiento anual de las colocaciones a empresas

FUENTE: BCRP (2017)

A mayor abundamiento, en el caso de los créditos a las MYPE, el ratio de morosidad se redujo en los últimos dos años. Ello ha venido acompañado con un crecimiento de las colocaciones y una expansión del número de deudores en ese segmento. Como

resultado, la deuda promedio de las MYPE se redujo en ese período, de S/13,250 a S/12,800.

Del mismo modo, resulta conveniente llamar la atención sobre el número de pequeñas y medianas empresas en el Perú. Según la información del INEI (2015), de la cantidad de empresas total que operan en el país, las pequeñas empresas representan el 86,8% de empresas; las medianas empresas, el 4,2% de empresas; y las grandes empresas, el 9,0%. Sin embargo, estos porcentajes no son directamente proporcionales con el volumen de ventas generado por cada uno de estos sectores. Así, las ventas de las grandes empresas representan el 78,2% del total de las ventas; las medianas empresas representan el 3,1%; y la pequeña empresa el 18.7%. Cabe señalar que los datos presentados por el INEI (2015) han considerado como definición de las pequeñas, medianas y grandes empresas, aquella señalada en el TUO de la Ley de Crecimiento Empresarial.

Las estadísticas podrían mostrar un panorama positivo para las MYPE. No obstante, las mismas consideran únicamente el financiamiento otorgado por el sector financiero. En esa medida, si bien existe un mercado activo y atractivo en cuanto a las MIPYME, es necesario considerar otros factores para que la fuente de financiamiento sea utilizada de forma frecuente por las MIPYME.

2.2 Acceso a financiamiento

Los datos que se muestran son interesantes. López (2017) indica que al cierre del 2016, la tasa promedio de interés bancario cobrado a una mediana empresa es 10.39% (en moneda nacional). Definitivamente, ello constituye un costo de financiamiento bastante alto.

Según PRODUCE (2014), en el periodo comprendido entre 2010 y 2014, el número de empresas formales de este segmento se ha incrementado a un ritmo promedio anual de 7.4%. Sin embargo, aún persiste un alto porcentaje de informalidad, ya que el 56% de las MYPE no están inscritas en SUNAT. En cuanto a las operaciones

financieras, sólo el 6% de las micro, pequeña y mediana empresa (MIPYME) acceden al sistema financiero regulado.

Sobre el particular, el INEI, de manera muy interesante realizó una encuesta a las MYPE (INEI, 2014), que arrojó diversos resultados, entre los que nos parece relevante mencionar los siguientes:

a. Sobre la solicitud de financiamiento

“El acceso al financiamiento se investigó mediante la aplicación de preguntas relacionadas a las instituciones donde solicitó y obtuvo el financiamiento, el uso o destino que se le dio al financiamiento recibido y la conformidad del financiamiento”.

Así, en el año 2012, el 44,6% de las Micro y Pequeña Empresas solicitó financiamiento. A nivel de ciudad, es posible deducir, de las estadísticas mostradas por PRODUCE (2014) que en todos los casos, las solicitudes de financiamiento superan el 40% e incluso en Cusco (una de las ciudades que más ingresos genera para el país por la concentrada actividad turística) el porcentaje supera el 70%.

b. Acceso al financiamiento

“En el 2012, el 43,1% de las Micro y Pequeña Empresas han tenido acceso al financiamiento solicitado”. En línea con lo mencionado en el literal (a) precedente, de las solicitudes presentadas, a nivel de ciudades, más del 35% accede al financiamiento. Cabe señalar que ello se encuentra de forma proporcional con las estadísticas presentadas anteriormente.

c. Conformidad con el financiamiento

“Los resultados de la encuesta sobre la satisfacción que tienen los conductores de las Micro y Pequeña Empresas del financiamiento recibido, muestran que el 80,1% de ellos están conformes con el servicio”.

Contrariamente a lo que podría pensarse, por ciudad, los niveles de conformidad superan el 60%, siendo Chiclayo la ciudad que muestra la mayor conformidad (un porcentaje mayor al 85%).

Al respecto, conviene precisar que la encuesta materia de análisis no se pronuncia por los motivos de conformidad de la población.

d. Principales instituciones donde obtuvo el financiamiento

Los bancos son las instituciones que predominan en el financiamiento a las Micro y Pequeña Empresas con 89,2%, le siguen, las cajas municipales con el 11,5%.

El resto de entidades financieras se encuentran por debajo del 2,0%. A nivel de ciudad, “los bancos son los que registran mayor frecuencia de otorgamiento de financiamiento”, superando el 90% de presencia en este nivel de créditos. Las cajas municipales también cumplen un rol relevante en este escenario al tener una participación que supera el 30% en las ciudades principales del Perú.

e. Motivos de la no conformidad con el financiamiento recibido

“De los conductores de las Micro y Pequeña Empresas que declararon no estar conformes con el financiamiento recibido, el 85,9% indicaron que el principal motivo fue por los altos intereses, el 36,8% por las altas comisiones, el 20,1% porque no otorgaron el monto solicitado, el 10,7% por el periodo de gracia muy corto y el 2,7% porque le dieron muy tarde”.

Los números mostrados anteriores demuestran las principales consideraciones que toman en cuenta las Micro y Pequeña Empresas al momento de aceptar los créditos que reciben. Ahora, en un mercado altamente concentrado como el nuestro, pocas son las alternativas con las que cuentan estas empresas para recibir créditos de terceros.

Sin perjuicio de ello, PRODUCE (2014) señala que existen diversas ciudades en las que el porcentaje de conformidad supera el 50%. En ciudades como Ayacucho e Iquitos, los porcentajes no se acercan al 35%.”

Como se puede apreciar de los números mostrados, existen varias conclusiones a las que podemos arribar: (i) existe un porcentaje importante de entidades, cuya demanda por financiamiento no es atendida (especialmente en provincias); (ii) la demanda que sí es atendida, está sujeta a costos financieros altos (al ser la única alternativa asequible para las PYME) y; (iii) aun cuando se accede al financiamiento y existe cierta conformidad, la encuesta no permite analizar si dicha conformidad es porque se accedió al financiamiento o porque el costo financiero es barato (parecería ser lo primero). En este último punto, conviene precisar que, si las PYME no tienen un indicador con qué comparar el costo financiero de un financiamiento en el sistema financiero, no será posible para ellas que busquen otras alternativas más baratas. El hecho de mostrarles fuentes de financiamiento alternativas puede hacer que estas medidas sean realmente usadas y valoradas por las PYME.

2.3 Deterioro de la cartera

De acuerdo con el BCRP (2017), diferentes factores (internos o externos) pueden tener una influencia material en la condición financiera de los participantes en el mercado crediticio local. Atendiendo a su naturaleza, el segmento de las MYPE podría ser uno de los más afectados, dado el nivel de dependencia de dicho sector al ciclo económico.

En los últimos años, considerando el entorno económico local, las colocaciones al segmento MYPE no han mostrado el crecimiento que se esperaba. Así, los números muestran que el crecimiento ha sido 1% entre marzo de 2014 y marzo de 2015. A ello, hay que sumar el hecho que la cartera correspondiente se ha deteriorado, lo que ha quedado evidenciado en un ratio de morosidad de 10,5% en marzo

de 2015, ratio superior al de marzo del 2014 (9,4%). Como puede desprenderse de las estadísticas presentadas en esta sección, dado que no son los bancos los que colocan préstamos a este segmento, son justamente estas entidades no bancarias las más expuestas a este deterioro de cartera. En efecto, mientras que la cartera del segmento MYPE en los bancos representa el 8,2%; en el caso de entidades no bancarias, este porcentaje es el 58,2% de sus colocaciones.

Sobre el particular, este dato estadístico es bastante relevante, debido a que demuestra el principal riesgo del financiamiento a este tipo de empresas (el riesgo de crédito), el mismo que, con adecuadas medidas complementarias regulatorias, podría ser mitigado, atendiendo a la naturaleza particular de este tipo de empresas.

2.4 Tasas de Interés

A continuación, presentamos la información sobre la tasa de interés promedio que cobran las empresas financieras a las MIPYME, de conformidad con los datos arrojados por el BCRP (2017):

Gráfico 2 – Tasas de Interés Activas del Sistema Financiero

FUENTE: BCRP (2017)

De la información antes señalada, podemos apreciar lo siguiente (en relación con los préstamos en moneda nacional):

- Para las micro empresas, los rangos de la tasa de interés oscilan entre 36% y 40%, dependiendo de la fuente que otorga el financiamiento, siendo las financieras las que implican un costo mayor al cobrar las tasas de interés más altas.
- Para las pequeñas empresas, los bancos cobran una tasa promedio del 22%, siendo el costo más barato de las fuentes de financiamiento descritas.
- Para las medianas empresas, quienes, de los tres tipos de empresas tienen el costo más barato, son los bancos cobran la tasa de interés más barata (11%).

Las mismas proporciones se repiten para el caso de los préstamos otorgados en moneda extranjera (salvo por el caso de las pequeña y micro empresas, en las que son las cajas municipales las que cobran las tasas de interés más altas). Ante esta muestra evidente de que la principal fuente de financiamiento que pueden tener las MIPYME implica un alto costo financiero, cobra especial relevancia la propuesta detallada en el presente documento.

Sobre el particular, cabe resaltar que los bancos ofrecen tasas menores respecto que aquellas tasas cobradas por otras entidades del sistema atendiendo, tal vez, a la reducción de costos que tienen por insertar al mercado a entidades cuyo proceso de calificación y evaluación ha sido realizado por otras entidades del sistema financiero; lo que podría explicar a su vez las diferencias en el cobro de las tasas de interés.

A manera de resumen de los datos señalados, podemos afirmar que aún existe un público desatendido, lo que se evidencia en bajos niveles de inclusión financiera, siendo que el mercado microfinanciero aún tiene demanda que

atender (ya hemos analizado las principales causas de disconformidad en los supuestos de acceso al financiamiento). Podría ser contrario a lo que se piensa actualmente del mercado: la demanda es más heterogénea y si bien ha incorporado en los últimos años a distintos participantes (que han tenido una actuación activa), a la fecha la competencia ya no solo radica en los precios que se ofertan sino propiamente en el producto, la calidad de servicio y el nivel de tecnología incorporado, considerando siempre las necesidades del cliente (esto es, rapidez en el otorgamiento del crédito y canales a través de los cuales se brinda la atención correspondiente).

Hemos visto también lo costoso que puede ser un crédito para las empresas pequeñas, por lo que tener alternativas adicionales definitivamente constituye una ventaja. Se ha destacado también que el principal sector desatendido se encuentra en las provincias, por lo que somos de la idea que no se trata solo de “incluir financieramente” a dichas entidades sino también de educarlos financieramente, con la finalidad de que no solo tengan acceso al financiamiento, sino que sepan elegir la mejor y más viable alternativa, y puedan mostrar un crecimiento continuo en el desarrollo de sus operaciones.

Ahora, mencionaremos de manera muy superficial, que existen otros factores, de índole cultural que pueden ser una barrera para que estas alternativas lleguen a sus destinatarios finales. Factores como la desconfianza en el sistema financiero y el desconocimiento de los productos que ofrecen las entidades financieras pueden ser algunos ejemplos de la relevancia de los mismos en cuanto al éxito de las alternativas de financiamiento.

3. Marco regulatorio general en cuanto al financiamiento a micro, pequeñas y medianas empresas

En atención a que el presente documento alude a una alternativa de financiamiento en la modalidad de préstamo, para que la misma sea comparable con los préstamos otorgados por las empresas del sistema financiero, la definición que usaremos en este documento es la descrita por Reglamento para la Evaluación y Clasificación del Deudor y la exigencia de provisiones, aprobado por Resolución SBS No. 11356-2008, conforme haya sido modificada (el “Reglamento de Clasificación SBS”). De esa

manera, las MIPYME han sido descritas en función a su nivel de endeudamiento, conforme lo siguiente:

a. Créditos a Medianas Empresas

Conforme lo señalado en el artículo 4.3 del Reglamento de Clasificación SBS, la definición ha sido esbozada en función al monto y en tanto no califiquen como créditos corporativos o a grandes empresas.

a.1 Tienen un endeudamiento total en el sistema financiero superior a S/300,000 en los últimos seis (6) meses, y que no cumplen con las características para ser clasificados como créditos corporativos o a grandes empresas.

a.2 Ventas anuales no mayores a S/20 millones.

La norma contempla también supuestos en los que las ventas superan o disminuyen el umbral específico.

Así, el referido artículo agrega que, “si las ventas anuales del deudor fuesen mayores a S/20 millones durante dos (2) años consecutivos o el deudor hubiese realizado alguna emisión en el mercado de capitales, los créditos del deudor deberán reclasificarse como créditos a grandes empresas o corporativos, según corresponda”.

La norma ha buscado regular ambos supuestos (el incremento y la disminución de las ventas). En efecto, el artículo 4.3 del Reglamento de Clasificación SBS señala que si el endeudamiento total del deudor en el sistema financiero disminuyese a un nivel no mayor a S/300,000 por seis (6) meses consecutivos, los créditos deberán ser reclasificados como créditos a pequeñas empresas o a microempresas, dependiendo del nivel de endeudamiento y sujeto a los montos que se establezcan en el Reglamento de Clasificación SBS.

En ese sentido, la normativa busca que se apliquen las clasificaciones adecuadas durante toda la vida de la empresa, en función al nivel de endeudamiento y que por ende se asignen las provisiones adecuadas por los créditos que otorgan.

Del mismo modo, en línea con lo mencionado en este acápite, la normativa ha buscado incluir también a las personas naturales con negocio. A diferencia de lo que se establecía en los párrafos precedentes, el requerimiento es que el nivel de endeudamiento sea total en el sistema financiero que supere los S/300,000 en los últimos seis (6) meses. Cabe señalar que se exige que parte de dicho endeudamiento corresponda a créditos a pequeñas empresas o a microempresas.

Nuevamente, de igual forma que para las personas jurídicas, será necesario que el referido crédito sea reclasificado si el monto de endeudamiento aumenta o disminuye en los siguientes seis (6) meses.

b. Créditos a Pequeñas Empresas

El artículo 4.4 del Reglamento de Clasificación define a estos créditos como aquellos que tienen por finalidad financiar, entre otros, las actividades de producción o prestación de servicios, y que son otorgados a personas naturales o jurídicas, considerando para dichos efectos un endeudamiento total en el sistema financiero (sin incluir los créditos hipotecarios para vivienda) mayor a S/20,000 y menor a S/300,000 en el último periodo semestral.

Siguiendo la misma lógica que para los créditos a medianas empresa, corresponde la reclasificación de los mismos si es que el endeudamiento se incrementa o disminuye en los siguientes seis (6) meses. La reclasificación deberá realizarse considerando el nuevo monto de endeudamiento.

c. Créditos a Microempresas

Con relación a este tipo de créditos, el artículo 4.5 del Reglamento de Clasificación, los califica en función a su uso y al monto total del mismo. En efecto, estos créditos (i) deben estar “destinados a financiar actividades de producción, comercialización o prestación de servicios, otorgados a personas naturales o jurídicas, y, (ii) el endeudamiento total en el sistema financiero (sin incluir los créditos hipotecarios para vivienda) no debe ser mayor a S/20,000 en los últimos seis (6) meses”.

Igualmente, existen ciertos supuestos de recalificación en el supuesto de incremento o reducción del nivel de endeudamiento. En efecto, “si el endeudamiento total del deudor en el sistema financiero supera los S/20,000 por seis (6) meses consecutivos, los créditos deberán ser reclasificados al tipo de crédito que corresponda, según el nivel de endeudamiento”.

Esta definición, siempre que se cuente con los mecanismos necesarios para poder llevar el control de los montos de financiamiento total que se otorgan a estas entidades, podría ser un indicador útil en atención a su naturaleza técnica y prudencial del sistema financiero en general, para efectos de la propuesta regulatoria para el *crowdfunding*, esbozada en el presente documento. Sin perjuicio, es relevante atender otros factores que pueden ir más allá de un solo cambio regulatorio.

4. Principales factores por considerar en el otorgamiento de financiamiento a micro, pequeñas y medianas empresas

¿Qué las hace especiales? ¿Por qué las micro, pequeñas y medianas empresas tienen una naturaleza particular respecto de otras entidades?

En efecto, existen características que deben ser valoradas y enfocar la supervisión y regulación en los aspectos que representan mayores riesgos. Así, destacamos las características que consideramos deben considerarse en estas entidades:

- Flujo de caja variable: Usualmente se trata de entidades no sofisticadas que no cuentan con un plan financiero o una estructura de cuentas determinadas. Los flujos que generan usualmente son variables y pueden ser, en un inicio, inestables.
- Metodología para otorgamiento de créditos: Estas empresas pueden no contar con información financiera u otra información que permita que la contraparte que le otorga el crédito pueda adoptar una decisión rápida de inversión. En ese sentido, crear un perfil crediticio y un historial financiero demanda más tiempo que otras entidades. En atención a ello, los cronogramas de pagos que se estructuren deben atender a la periodicidad en la que se reciben los flujos.
- Montos requeridos: Los montos que requieren, en principio, son menores atendiendo siempre a la etapa del ciclo económico en el que se encuentren y los proyectos que pretendan desarrollar.
- Ausencia de garantías: Este tipo de empresas usualmente no otorga garantías porque pueden contar con un solo bien que es el que les permite sostener el negocio que están desarrollando. Esta ausencia de garantías expresas conlleva a que las contrapartes soliciten otro tipo de garantías implícitas como compromisos de otras personas vinculadas a las empresas o similares.
- Representan un alto riesgo: Hemos dicho que los flujos de estas empresas son variables y al no contar con un control sobre la aplicación de esos flujos que se generan incluso con una periodicidad diaria, el riesgo crediticio es mayor.
- Estructura de capital: Pueden ser personas jurídicas con un total de dos accionistas (personas naturales) o persona natural con negocio. Esta estructura no siempre genera los incentivos necesarios para que sus accionistas quieran reinvertir en la empresa y asuman parte del riesgo inyectando mayor capital a la empresa.
- Fondeo: Atendiendo a su nivel de riesgo (básicamente porque no se cuenta con información de la empresa, es costoso monitorear el crédito

y la ausencia de garantías) el costo de acceder a fuentes de financiamiento es proporcional a dicho nivel de riesgo.

Lo señalado anteriormente y las estadísticas presentadas nos llevan a concluir que las MIPYME tienen una naturaleza particular y tienen negocios particulares con necesidades específicas, lo cual debe ser, sin duda, tomado en cuenta en cualquier modalidad de financiamiento que se utilice o que se proponga para este tipo de entidades. Dicha naturaleza especial, atiende, principalmente, a la alta rotación de los activos de la empresa, la rapidez con la que requieren los financiamientos y la ausencia de garantías para ofrecer, así como el tipo de producto que venden.

Así, las MIPYME representan una serie de riesgos que deben ser tomados en cuenta al momento de presentar una propuesta regulatoria que permita mitigar dichos riesgos. Entre los principales riesgos que existen en dicho sector podemos destacar:

- **Periodo de vida corto:** Veremos más adelante el ciclo de vida de una empresa. Es bastante común en el mercado local que del total de las empresas que se constituyen o que inician operaciones, un porcentaje alto de ellas no llegue a las etapas del ciclo de desarrollo más avanzado. Es decir, muchas de ellas se liquidan al corto tiempo de haber sido creadas. Conforme se detallará en la sección II siguiente, el riesgo de las MIPYME es alto respecto de las grandes empresas, justamente porque es difícil seleccionar o identificar aquellas que tendrán mejores posibilidades de éxito en el mercado.
- **Falta de información:** Otra característica muy marcada y que es un punto central en cualquier regulación microfinanciera es la falta de información de este tipo de entidad, ya sea por la falta de sofisticación o de contar con una estructura organizativa que les permita producir dicha información. A ello es necesario sumar los altos niveles de informalidad y de evasión fiscal. Todo esto no permite tener un panorama completo de este tipo de entidades.
- **Costos de transacción:** en línea con lo anterior, la ausencia de información confiable de dichas empresas genera que las empresas

que trabajan con ellas destinen parte de sus recursos en crear historiales crediticios y construir aquella información con la que no cuentan. Ello se traduce en mayores costos para la contraparte, lo que a su vez importa mayores costos en el crédito que finalmente reciben las MIPYME.

- **Selección Adversa:** La falta de información a su vez genera que las contrapartes se encuentren en una situación de asimetría informativa, lo que a su vez genera un proceso de selección adversa. Es decir, las empresas que representan un riesgo mayor se acercan a buscar financiamiento. La concentración de empresas riesgosas tiene un impacto directo en las tasas de interés altas que se cobran.

Para Alloum, Damian & Vigier, Hernán (1997) “el problema de selección adversa ocurre cuando la parte menos informada no puede discriminar entre los “tipos” buenos y malos, hecho que estandariza el mercado con el peor “tipo”, dejando afuera del mismo a potenciales buenos “tipos”. Esta situación implica un mercado incompleto”.

- **Moral hazard:** Lo que se conoce como daño moral se produce cuando la falta de profesionalismo de la MIPYME, la mezcla de las finanzas del propietario y la empresa así como el destino de los recursos a fines distintos de los pactados se unen. Esa desviación aumenta de forma evidente el riesgo del acreedor.

Para Alloum, Damian & Vigier, Hernán (1997) “existe riesgo moral cuando el valor de una transacción para alguna de las partes intervinientes en un contrato, puede verse afectado por acciones o decisiones adoptadas por la otra parte, las cuáles no pueden ser controladas totalmente por la primera”.

- **Otorgamiento del crédito basado en las garantías que se ofrecen:** Todos los factores mencionados generan a su vez que los acreedores basen toda su evaluación en las garantías que se ofrecen.

- **Teoría de la agencia:** se presenta una relación de agencia cuando existen dos partes en la que una (el agente) actúa por o para, o representando a otra (el principal). Se genera una externalidad cuando los agentes adoptan decisiones sin medir el impacto que tendrá en el principal. Así, en el caso en cuestión, como hemos descrito, dada la existencia de asimetría informativa, el principal no tiene información de lo que hará el agente y por ende no puede reducir sus pérdidas al no conocer la acción que adoptará el agente.
- **Alta tasa de informalidad:** es común y conocido que la actividad empresarial peruana se inicie y desarrolle en el sector informal. Lo que a su vez genera que existan distintas entidades que presten, informalmente, servicios financieros.

Hemos identificado los riesgos principales de este tipo de entidades. La regulación que se proponga debe estar destinada a mitigar estos riesgos para que las MIPYME puedan acceder a una fuente real de financiamiento.

Como señala Miller (2000) *“La regulación óptima no debe crear barreras de entrada, no debe variar permanentemente – aunque si debe ajustarse a los entornos cambiantes - debe ser transparente y si bien es cierto que no debe discriminar entre los diferentes entes, si debe reconocer su naturaleza diferente.”*

En ese escenario, consideramos relevante tomar en cuenta ciertos factores al momento de otorgar financiamiento a las mismas:

- **Ausencia de recursos preexistentes:** La primera pregunta importante es sobre los recursos con los que cuenta la empresa para garantizar algún préstamo. En este punto, no solo hacemos referencia a las garantías, sino al proyecto en sí mismo que esperan desarrollar (esto puede cobrar más relevancia cuando se trata de una empresa que recién se está iniciando en el mundo empresarial).
- **Riesgo, riesgo moral y la asimetría en la información:** La pregunta que debe responderse en este punto es cuánto riesgo el prestamista

estaría dispuesto a asumir y cuál es la información que requiere de la contraparte para poder medir y calificar el riesgo que asume.

- *La forma de organización:* Responde a la pregunta de cómo se encuentra organizada la empresa, esto es, cuál es la modalidad societaria o legal adoptada para desarrollar el negocio. Muchas veces se trata solo de personas naturales con negocio, lo que podría dificultar el monitoreo del crédito en cuestión puesto que resulta más complejo y costos recrear su situación financiera. Este es un inconveniente que supera las expectativas de una propuesta regulatoria. El mercado peruano se ha caracterizado por los altos índices de informalidad de los distintos negocios que operan. Sin embargo, eso será materia de un comentario posterior en el presente documento.
- *Cantidad requerida:* se debe evaluar el monto que requiere la empresa. Algunos inversionistas institucionales tienen limitaciones en cuanto al monto a invertir por proyecto o por empresa, buscando siempre diversificar su riesgo. Como señalaremos más adelante, en muchos casos, la misma plataforma es la que pone los límites, justamente para contribuir con dicha diversificación. Claramente el monto a ser prestado dependerá del apetito de riesgo que tenga el prestamista.
- *Otros requerimientos regulatorios y/o legales:* conforme se señaló anteriormente, los inversionistas pueden ser entidades reguladas y como tales, estar sujetos a ciertas restricciones y limitaciones. Del mismo modo, en el caso de personas naturales que no operan dentro del sistema financiero, las tasas de interés a cobrar tienen un límite establecido por el BCRP, por lo que, a diferencia del sistema financiero, no puede cobrarse cualquier tasa, aun cuando esta pueda sustentarse técnicamente dado el riesgo de la operación.
- *La sabiduría de las masas:* de acuerdo a lo que explicaremos más adelante, este concepto consiste en trasladar el apoyo de financiamiento que recibe una MIPYME respecto de un producto, determinado en la impresión colectiva de la probabilidad de éxito que

tendrá el mismo en el mercado. Es decir, existe una evaluación implícita del éxito del producto o servicio ofrecido por aquél que busca financiamiento, al acceder otorgarle dicho financiamiento a una empresa determinada. Mientras más personas muestren su interés en otorgar el financiamiento, se puede concluir que tienen un buen indicador de la posibilidad de éxito del producto servicio en el mercado.

En esta primera sección se han mostrado datos generales y el panorama numérico de las MIPYME, en cuanto al acceso al financiamiento y lo que estas entidades representan en la economía local. Del mismo modo, se han identificado ciertos riesgos propios en el otorgamiento de financiamiento a MIPYME, así como una descripción general de lo que debe ser considerado para otorgar financiamiento a estos agentes. Cabe señalar que se detallará en las siguientes secciones cómo esos riesgos se materializan en la figura específica del *crowdfunding* y si la regulación califica como herramienta adecuada para mitigar los mencionados riesgos.

En la siguiente sección se definirá de forma más detallada cuáles son las necesidades de las empresas en cuanto a financiamiento y se describirá por qué el *crowdfunding* podría constituir una alternativa adicional viable para acceder a nuevas fuentes de financiamiento, siempre que se atienda a las particularidades de dichas empresas. En ese escenario específico, la función de la regulación debe ser la de incentivar que se creen las plataformas necesarias para que las MIPYME puedan acceder a estos mecanismos adicionales y no un impedimento para que la actividad económica siga desarrollándose.

II. ACCESO AL FINANCIAMIENTO DE LAS MICRO, PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS

1. Las necesidades de las micro, pequeñas y medianas empresas en el Perú

Como se ha detallado en la sección I anterior, las MIPYME tienen, como una de sus principales necesidades, el acceso a financiamiento. No solo que sean capaces de recibirlo sino también que lo hagan en buenas condiciones: lo más barato y rápido posible para poder desarrollar sus proyectos.

Como hemos demostrado en la sección anterior, las estadísticas nos llevan a concluir que los principales motivos de disconformidad con el financiamiento recibido son: (i) altas tasas de intereses; (ii) altas comisiones; (iii) monto menor al requerido; (iv) demora en el otorgamiento del crédito; y, (v) periodos de gracia muy cortos. Es relevante considerar que, en cuanto a este numeral (v), los periodos de gracia cobran especial importancia por cuanto permiten que la empresa pueda ajustar sus necesidades en el inicio de la vida de un crédito que recibe, o durante el desarrollo del mismo, que existan ciertas excepciones en atención a factores externos que les puedan afectar directamente (i.e. la ocurrencia de fenómenos naturales).

Es muy probable que, en los últimos años, estos indicadores hayan mejorado y que, en efecto, existan nuevas alternativas de financiamiento para este segmento de empresas (tales como la negociación de facturas y la creación del Mercado Alternativo de Valores, para fomentar el acceso de estas empresas al mercado de capitales). Sin embargo, existe una amplia brecha entre lo que necesitan, lo que se les otorga y el costo al que lo consiguen. Nos explicamos. Las tasas de interés promedio que se consiguen en el sistema financiero (que es usualmente la principal fuente de financiamiento para las MIPYME) son bastante altas porque, dada su naturaleza, este tipo de empresas son más riesgosas (i.e. el riesgo crediticio de contraparte es bastante alto debido a la ausencia de información financiera confiable, la poca predictibilidad de los flujos que generan y la ausencia de garantías). Lo que pretendemos analizar y describir en el presente documento es el uso de un mecanismo de

financiamiento colectivo alternativo, mediante el cual se pueda mitigar el riesgo de contraparte, se pueda atender a las particularidades, se cumpla con el objetivo regulatorio correspondiente (estabilidad financiera) y, por ende, se puedan ofrecer tasas de financiamiento más baratas.

En esa medida, es necesario también (a efectos de proponer alternativas de financiamiento que funcionen tanto para el deudor como para el prestamista) entender los retos que enfrentan las entidades financieras que trabajan en este segmento. Así, entre los diversos retos que enfrentan, el IFC (2011) ha identificado los siguientes:

- Enfoque estratégico: Puede existir interés para entrar a operar en este mercado, sin embargo, no todos los interesados cuentan con un enfoque estratégico que pueda medir el éxito en las operaciones. Por dicha razón, el IFC (2011) señala que sin dicho enfoque, trabajar con las MIPYME en forma eficaz y rentable representa un gran desafío.
- Segmentación del mercado: Hemos descrito en las secciones precedentes las características particulares de las MIPYME. En ese sentido, tienen necesidades distintas por lo que las herramientas que se creen o implementen para atenderlas deben respetar esa distintividad. En ese sentido, hemos descrito que estas empresas tienen características y necesidades muy particulares. Por ello, resulta trascendental que se entienda el mercado para las MIPYME.
- Estrategia de productos para las MIPYME: Nuevamente, contar con una estrategia que reconozca las necesidades de las MIPYME y que busque atender las mismas, se torna en un beneficio para la empresa por cuanto atiende una demanda no satisfecha por los otros actores del mercado.
- Metodologías para el análisis de crédito: El financiamiento que se otorgue a las MIPYME requiere de políticas y procedimientos especiales, que sean acordes con la naturaleza de dichas entidades. Una metodología errónea o no apropiada podría generar información equivocada que limite las oportunidades de las MIPYME de recibir financiamiento.

En ese sentido, es muy importante, al momento de esbozar una propuesta de financiamiento para este tipo de entidades que se reconozca y atienda a sus particularidades. De no entender esta naturaleza especial, la fuente de financiamiento propuesta se convertirá en una propuesta meramente teórica sin un impacto real en el mercado. Habiendo señalado esto, consideramos relevante que se tomen en cuenta los factores antes indicados al momento de, de ser el caso, proponer un esquema regulatorio para fuentes de financiamiento para las MIPYME. Ahora, en un escenario como este, la regulación puede impulsar u obstaculizar esta nueva alternativa. Nuestra propuesta es que sea lo primero.

2. Fuentes de financiamiento disponibles

A continuación, presentaremos las fuentes de financiamiento identificadas a la fecha y en qué supuestos o estado del ciclo de vida son utilizadas por las empresas.

Así, de acuerdo con la entidad de quien proviene el financiamiento, podríamos considerar las siguientes fuentes:

- a. *Capital propio*: Como es común al inicio de un emprendimiento, los fundadores o creadores del negocio, aportan un monto de capital para constituir la empresa y, posteriormente, sujeto al crecimiento de la empresa, continuarán realizando aportes que permitan que la empresa tenga fortaleza financiera. Dentro de esta alternativa también se considera el dinero que pueden recibir de familiares o amigos que contribuyen al desarrollo de un proyecto en particular. Esta contribución económica puede ser recibida como una donación, como un préstamo (en donde dicha persona tendrá derecho a recibir el monto entregado, más una tasa de interés, de acuerdo con lo pactado) o como una contribución directa al capital (lo que convertiría a esta persona, en socio del emprendedor inicial).
- b. *Financiamiento proveniente de terceros*: Es aquel dinero que se recibe de personas, empresas o instituciones distintas a los dueños (conforme lo señalado en el literal a) anterior). Dentro de los terceros

que pueden proveer el financiamiento, podemos detallar a los siguientes:

- El Estado: en el marco de políticas nacionales, puede exonerar el pago de impuestos o diferir el pago de los mismos, con la finalidad de incentivar una industria específicas o un producto.
- Los clientes: utilizando distintas modalidades de pago, como pagos por adelantados o estructuras contractuales similares.
- Los proveedores: son una muy común fuente de financiamiento, al programar pagos con determinado plazo e incluso es posible utilizar mecanismos como el *factoring*.
- Las instituciones financieras en general: cuando otorgan créditos en sus distintas modalidades.
- Los inversionistas: cuando el financiamiento es otorgado a través del mercado de capitales (i.e. MAV).

En adición a lo señalado anteriormente, podríamos considerar también dentro de este rubro, a las entidades multilaterales y entidades de apoyo. Por las finalidades que persiguen y el impacto que pueden tener en la sociedad, este tipo de entidades otorgan subsidios u otorgan financiamiento que no deben ser devueltos o si lo son, las condiciones son bastante mejores que las que ofrecería una entidad bancaria específica. Estos ingresos adicionales para la empresa pueden ser conseguidos a través de su participación en distintos programas de fomento incentivados por el Estado, entidades multilaterales o similares, en el marco del impulso de un sector o actividad específica.

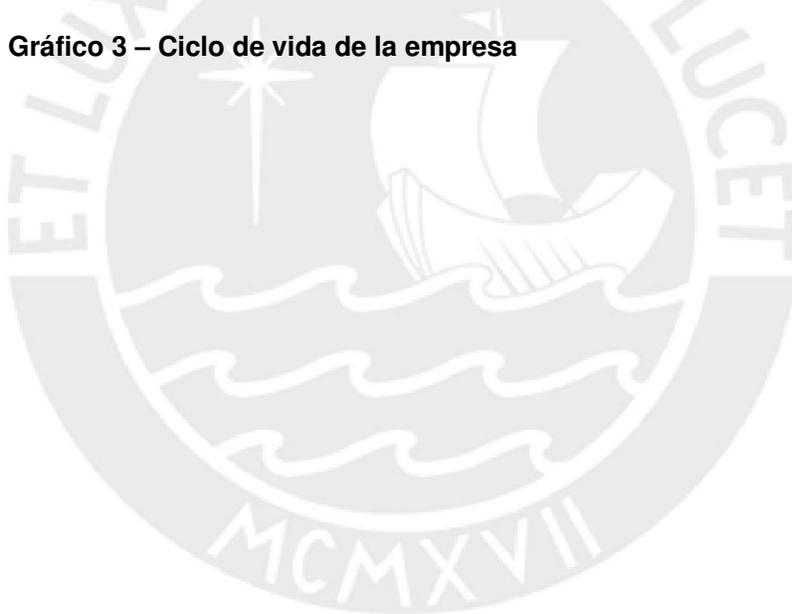
- c. *Ingresos de la propia empresa:* Una vez que la empresa empiece a operar y funcionar, los ingresos provenientes de sus ventas o servicios puede ser reutilizado como fuente de financiamiento propio. Indirectamente, podríamos asumir que esta modalidad está incorporada en la detallada en el literal a) anterior, toda vez que los ingresos y las ganancias que genere el negocio debería retornar a los accionistas de la empresa. Sin embargo, atendiendo al ciclo en el que se encuentre la empresa, estos ingresos pueden ser reinvertidos.

Como hemos advertido, las formas de acceder a fuentes de financiamiento son limitadas. Del mismo modo, es relevante tomar en cuenta que la necesidad en particular variará en función a la etapa en el ciclo operativo en el que se encuentra la empresa.

Es decir, a cada una de las etapas, le corresponden necesidades diferentes de capital (tanto en montos como en periodos de repago o condiciones específicas). En esa línea, es evidente que el nivel de riesgo que se asume en cada etapa es distinto, como también lo es la rentabilidad que puede ser obtenida, de ser el caso.

En ese sentido, el gráfico mostrado a continuación representa un resumen del ciclo de vida de la empresa:

Gráfico 3 – Ciclo de vida de la empresa



Fuente: PRODUCE (2014)

A continuación, se presentará una breve descripción de cada una de las fases que muestra el gráfico anterior (PRODUCE, 2014):

2.1 Etapa Inicial (*Death Valley*)

Dado que es la etapa en que los egresos de la compañía son mayores y que probablemente no existan ingresos (por el inicio de las operaciones de la empresa), el riesgo de que la empresa desaparezca es alto. De acuerdo a PRODUCE (2014), la empresa transita por las siguientes sub-etapas o momentos:

- Identificación y desarrollo de la idea: En el primer periodo, la empresa tiene la idea inicial y busca conocer y analizar el mercado en el que desea aplicar o proyecta la idea mencionada. Se requiere de una estrategia que permita el desarrollo y, atendiendo al avance del proyecto, se requiere también de un plan de negocios que evidencie la factibilidad de desarrollar este negocio en el mercado enfocado.

El riesgo es muy alto y el retorno, en aplicación de una regla inversa, podrían ser muy bajos (al menos en los primeros años). El negocio mismo, atendiendo al plan, debe madurar y encontrar su mercado para que empiece a generar los rendimientos que fueron considerados en las proyecciones iniciales.

- Investigación y desarrollo: Esta es una fase adicional que no necesariamente aplica a todas las empresas. En efecto, únicamente para el caso de empresas cuyo objeto es o está estrechamente vinculado a la tecnología, se necesita la creación de un prototipo así como la aplicación de diversas pruebas que permitan que el producto esté listo para su salida al mercado. Aunque puede no ser una práctica común en el mercado local, la clave en esta etapa y considerando el tipo del negocio del que se trata, es el registro de patentes ante la autoridad correspondiente. Contrariamente a lo que podría pensarse, el riesgo en esta etapa es muy alto, e incluso, más alto que en la etapa inicial, ello por cuanto la realización de diversas pruebas implica la necesidad de

inyectar mayores recursos en la empresa. Justamente, las pruebas pueden arrojar resultados no positivos para los inversionistas por lo que el riesgo de pérdida es alto también. Es decir, las pruebas pueden determinar que el producto pueda no salir al mercado.

- *Start Up*: El término se ha convertido en uno muy conocido en los últimos años y es usado cuando una idea, luego de haber sido validada técnicamente y en términos de mercado, (y en el caso de proyectos tecnológicos, ha superado las pruebas realizadas) espera iniciar operaciones en el mercado que ha sido escogido para dichos efectos. Cabe señalar que en todas las sub etapas de este periodo, la empresa sigue representando un riesgo bastante alto para los inversionistas, puesto que las probabilidades de fracaso o quiebra son muy altas (muy alto riesgo). Sin perjuicio de ello, en esta sub-etapa en particular, el riesgo ya no se encuentra en la empresa misma sino en cómo responde el mercado ante el nuevo producto. Se trata, pues, del mercado y de la gestión de la empresa.

2.2 Crecimiento Temprano

Luego de haber iniciado operaciones, e incluso haber alcanzado su punto de equilibrio (esto es, cuando los ingresos cubren al menos los costos del negocio), la empresa empieza a crecer (de forma inicial) a través de la realización de diversas ventas del producto. En ese escenario, el capital que requiere la empresa es básicamente para atender necesidades de capital de trabajo. Sin perjuicio de ello, la empresa sigue representando un riesgo alto debido a que no ha terminado su maduración y las ventas de su producto no son tales que permitan generar un excedente o ganancia para la misma.

2.3 Expansión

La empresa continúa avanzando. En esta etapa, la empresa debe demostrar que las ventas que tiene encajan con las proyecciones iniciales, e incluso, las superan. La velocidad de crecimiento es alta y

por ende el escenario resulta atractivo para diversos inversionistas. Justamente, el crecimiento acelerado es lo que requiere de una ampliación de operaciones. Para dichos efectos, las necesidades de capital son distintas. En efecto, el monto que se requiere es mayor y la finalidad es atender el nuevo volumen de capital de trabajo. En esta etapa, recién podemos aludir a un menor nivel de riesgo, dado que la empresa se encuentra en camino de crecimiento y con buenas proyecciones. La empresa está avanzando hacia su consolidación en el mercado. Las necesidades de financiamiento se combinan: financiamiento a corto plazo y a largo plazo. Este acceso al financiamiento es lo que le permitirá que la empresa continúe su crecimiento.

2.4 Madurez

Esta es una etapa a la que tal vez no todas las empresas lleguen. La expansión es tal que su presencia es consolidada de manera fuerte en el mercado a nivel nacional, e incluso busca su internacionalización. Conforme se ha ido describiendo, el nivel de riesgo se va reduciendo y en esta etapa puede incluso ser un riesgo bajo (no es la regla general, pero es el progreso común de una empresa). Cabe señalar que en esta etapa, las necesidades de financiamiento pueden ser similares a las de la etapa anterior. Sin perjuicio de ello, las particularidades dependerán de la estrategia financiera que vaya a ser aplicada en la misma.

Como se ha podido determinar de lo señalado anteriormente, las necesidades de acceso a financiamiento y el nivel de riesgo asociado son distintos dependiendo de la etapa del ciclo de vida en el que se encuentre la empresa. Dentro de los propósitos del presente documento se encuentra en demostrar que la modalidad adicional de financiamiento propuesta atiende de mejor manera las necesidades particulares del ciclo de vida de la empresa y que considere ello como un factor adicional al momento de evaluar el otorgamiento del financiamiento.

Las necesidades y los riesgos de una empresa varían en función a la etapa del ciclo económico en la que se encuentran. En efecto, las empresas que se encuentran en etapa inicial representan un mayor riesgo (específicamente, aludiendo a riesgo crediticio). Esta conclusión se condice exactamente con las estadísticas presentadas con relación a las tasas promedio de interés que se cobra en el sistema financiero. Es decir, las micro empresas reciben financiamiento con una tasa de interés promedio de 50%. Mientras va madurando la empresa el riesgo crediticio va disminuyendo pero aparecen nuevos riesgos que atienden a la operativa de la propia empresa y a la naturaleza de sus actividades.

En esa medida, es conveniente que las fuentes de financiamiento tomen también en consideración la etapa del ciclo de vida de la empresa y el riesgo que están dispuestos a asumir. Si bien existen diversos actos que constituyen mitigantes de los riesgos que pueden irse detectando en cada una de las etapas, es recomendable que, de existir una fuente de financiamiento adicional (que requiera regulación), ésta deba mitigar los riesgos de los prestatarios.

Habiendo descrito el panorama en cuanto a las fuentes de financiamiento disponibles para las MIPYME, a continuación se definirá el *crowdfunding* como mecanismo de financiamiento usando plataformas electrónicas.

3. ¿Qué es el *crowdfunding*?

Son muchas las definiciones que tratan de estructurarse para este término. De acuerdo con la definición propuesta por Kirby and Worner (2014), el *crowdfunding* “*is an umbrella term describing the use of small amounts of money, obtained from a large number of individuals or organizations, to fund a project, a business or personal loan, and other needs through an online web-based platform*”.

Para Schwienbacher y Larralde (2010), el *crowdfunding* puede ser definido como:

(...) financing of a project or a venture by a group of individuals instead of professional parties (like, for instance, banks, venture capitalists or business angels). In theory, individuals already finance investments indirectly through their savings, since banks act as intermediary between those who have and those who need money. In contrast, crowdfunding occurs without any intermediary: entrepreneurs “tap the crowd” by raising the money directly from individuals. The typical mode of communication is through the Internet.

Para Schwienbacher (2010) la definición del *crowdfunding* incluye una llamada general, usualmente a través de internet, para la provisión de recursos financieros ya sea a través de donaciones o a cambio de cualquier bien o derecho de voto.

De otro lado, Zunzunegui (2015) proporciona una definición interesante del *crowdfunding* al señalar que consiste en la oferta de valores o préstamos para financiar un proyecto en internet. Del mismo modo, señala que “constituye un mecanismo de canalización directa del ahorro a la inversión productiva complementario al que tiene lugar a través de las bolsas y demás mercados regulados”. Para dicho autor, la función que cumplen es la misma que los intermediarios tradicionales, pero lo hacen de forma distinta y más eficiente. Indica que la sabiduría de las masas confirma que el mercado es el mejor mecanismo de asignación del ahorro a la inversión.

Lo interesante de este concepto radica en la inclusión del término “ahorro” como parte de la definición. Más adelante veremos si la propuesta regulatoria debería enfocarse en este objetivo o debería tener otros objetivos como el desarrollo de una economía de mercado o salvaguardar la estabilidad del sistema financiero.

Asimismo, según Rodríguez de las Heras Ballell (2014) este término comparte ciertas características. Así, ha señalado que “el término *crowdfunding* se ha generalizado en muchos idiomas para aglutinar fenómenos muy diversos que comparten esencialmente tres características: (i) la base comunitaria y en masa que permite agrupar esfuerzos, recursos e ideas; (ii) el objetivo principal pero no único de

obtener financiación para un proyecto bajo esquemas jurídicos y económicos muy distintos; y, (iii) el empleo de tecnología que permite la interacción e intermediación electrónicas para canalizar las funciones atribuidas a cada modalidad de *crowdfunding*". Reitera Rodríguez de las Heras Ballell (2014) que, en consecuencia, "el término *crowdfunding*, frecuentemente traducido como "financiación en masa o colectiva", describe un amplio y variado fenómeno consistente en la creación de un entorno (electrónico) para la agrupación de un colectivo, la aportación de ideas, recursos y fondos y la interacción en red dirigidas a apoyar conjuntamente proyectos, esfuerzos e iniciativas de individuos, organizaciones o empresas".

Habiendo descrito las diversas definiciones que se han considerado para el *crowdfunding*, trataremos de esbozar alguna definición que contenga las particularidades de esta figura. Para nosotros, el término *crowdfunding* se origina de dos (2) palabras: "*crowd*" and "*funding*", que permiten deducir una recolección de dinero de varias personas. El uso de los fondos de dicha recolección puede ser variado, por lo que sirve para fundear necesidades particulares de personas naturales o personas jurídicas. La característica particular de esta modalidad es el uso de plataformas electrónicas y, dependiendo del modelo del que se trate, la asunción del riesgo por parte del prestamista.

Los diversos modelos del *crowdfunding* (como se detallarán a continuación) funcionan mediante el uso de una plataforma en línea, que sirve de intermediario entre los inversionistas y las entidades o personas que están buscando el financiamiento. En efecto, contrariamente a lo señalado por Zunzunegui, no coincidimos en el hecho de que dichas plataformas sean intermediarios de igual forma en la que se desempeñan los bancos o las entidades financieras. Ello por una razón especial: la asunción del riesgo no recae en la plataforma sino en el inversionista o en el prestamista. Nos explicamos. En la actividad de intermediación financiera, los bancos reciben depósitos (de los ahorristas) que luego colocan (a diversos prestatarios). En la primera parte de la relación, los bancos tienen una obligación de devolver el monto depositado por el ahorrista y por el otro lado, tienen derecho a recibir el dinero colocado por parte de los prestatarios.

En caso el prestatario no pague el monto adeudado, el riesgo es del banco en tanto (independientemente de si le repagan o no el monto que ha prestado) tiene la obligación de devolver el depósito efectuado por el ahorrista. No ocurre lo mismo en el modelo de *crowdfunding* (específicamente en la modalidad de *crowdlending*), donde es evidente que el riesgo es uno directo del prestamista. La plataforma únicamente es un intermediario que presta la infraestructura tecnología para que prestamistas y prestatarios puedan conectarse.

Nosotros también hemos identificado ciertas características relevantes de esta figura innovadora: (i) es un mecanismo de financiamiento que tiene como intermediario a una plataforma electrónica; (ii) permite conectar a agentes deficitarios con agentes superavitarios; (iii) el riesgo principal de no pago (riesgo crediticio de contraparte) es asumido por quienes actúan como inversionistas; (iv) dado que usualmente se trata de cantidades pequeñas de dinero, ello permite distribuir el riesgo entre los diversos participantes y; (v) el uso de los fondos dependerá de las necesidades del agente deficitario.

Habiendo señalado esto, podemos esbozar la siguiente definición de *crowdfunding* como el mecanismo de financiamiento por el que, a través de un intermediario no financiero y electrónico, los agentes superavitarios (asumiendo el riesgo crediticio de la contraparte) deciden otorgar cantidades de dinero a un agente deficitario, a cambio de una rentabilidad, un premio o de cualquier otro bien que sea acordado por las partes.

4. Modalidades de *crowdfunding*

Existen diversas clasificaciones respecto de los modelos de *crowdfunding*. Los que más habitualmente suelen coincidir son: *donation crowdfunding*, *reward crowdfunding*, *debt crowdfunding* y *equity crowdfunding*. Estas modalidades se desarrollan a continuación:

- Donación

El *donation crowdfunding* ha sido utilizado, tradicionalmente, para financiar proyectos sociales de interés general, que no necesariamente buscan una finalidad lucrativa.

Según IOSO (2014), “la función de las entidades sin ánimo de lucro es esencial en ámbitos como la innovación, la investigación y desarrollo, la cultura, la conservación del medio ambiente o el deporte, y esta función sustituye en muchas ocasiones el papel de los servicios públicos”.

Esta modalidad no será objeto de análisis en el presente documento puesto que se trata de una liberalidad de las personas que participan en estas plataformas.

- *Reward*

El *reward crowdfunding* es una modalidad de similar naturaleza a la donación. Así, quien contribuye para el proyecto específico recibe una contraprestación a cambio, puede ser el mismo producto, el servicio que está financiando o algún bien de naturaleza simbólica. No se trata de una compraventa y tampoco se trata de una inversión. Son liberalidades de las personas que participan en este tipo de financiamientos.

Esta modalidad no será objeto de análisis en el presente documento puesto que se trata de una liberalidad de las personas que participan en estas plataformas.

- *Equity*

Consiste en la emisión y colocación de valores mobiliarios de renta variable, como mecanismo para financiar un proyecto, utilizando una plataforma electrónica.

Según IOSO (2014), “mediante el *equity crowdfunding* el inversor puede adquirir un porcentaje de titularidad sobre las acciones o los derechos del proyecto empresarial o la empresa del promotor. Este

modelo sería el equivalente *online* de las operaciones de capital riesgo y *private equity*”.

Esta modalidad no será objeto de análisis en el presente documento.

- *Lending*

Consiste en el préstamo entre pares (*peer- to-peer lending*). Esto involucra que un número plural de individuos provea un conjunto de pequeñas cantidades de dinero a una persona natural o persona jurídica, a título de mutuo.

En virtud del *debt crowdfunding* el inversor calificaría como un prestamista que pacta la recuperación de su inversión con una rentabilidad determinada, a través del uso de una plataforma electrónica.

Resulta pertinente resaltar que el *equity* y el *debt crowdfunding* son consideradas como operaciones de inversión en las que lo que se va a recibir a cambio de la puesta a disposición de fondos no es el producto o servicio (como ocurre en la donación o en el mecanismo de recompensa) sino una rentabilidad específica (siendo esta un interés pactado o los resultados económicos del desarrollo del proyecto mediante la entrega de dividendos o derechos de similar naturaleza).

El objeto de análisis del presente documento es el *crowdfunding* en su modalidad de *lending*, es decir, el *crowdlending*.

Dada la coyuntura de los últimos años, el *crowdlending* puede ser considerado como una innovación que permite el otorgamiento y el acceso a financiamiento por agentes superavitarios y deficitarios, respectivamente, sin necesidad de acudir a bancos o a entidades financieras (lo conocido como la banca tradicional). Está dirigido a cualquier tipo de personas o empresas con cualquier negocio o proyecto (sin perjuicio de que la plataforma brinde la información necesaria para los prestamistas decidan en qué empresa invertir). En

esa línea, usando una plataforma electrónica, los agentes deficitarios reciben préstamos directamente de distintos inversionistas particulares, con intereses distintos también. Dichos préstamos deben ser devueltos de acuerdo con los términos de plazo y tasa de interés pactados por las partes a través de la plataforma.

Como hemos señalado, el modelo está dirigido tanto a personas naturales como a personas jurídicas. Por sus siglas en inglés, en el caso de préstamos otorgados a personas naturales se les denomina *peer-to-peer* o P2P; mientras que los préstamos otorgados a personas jurídicas se les denomina *peer-to-business* o P2B. Nuevamente, los usos del financiamiento requerido son variados y depende de quien solicita el financiamiento.

Dentro del desarrollo del *crowdlending*, IOSCO (2014) ha considerado dos (2) modelos distintos:

(a) Modelo de cuentas separadas

El modelo de negocio de *crowdfunding* de préstamo tradicional se conoce como cuentas separadas. *Funding Circle* en el Reino Unido y España es una de las plataformas de mayor tamaño que opera bajo este estándar.

En este caso la plataforma evalúa el perfil de riesgo de los proyectos y publica únicamente aquellos que obtienen una calificación de riesgo adecuada según sus criterios y metodologías. Los inversionistas revisan la información revelada por la plataforma y toman su decisión de inversión diversificando su contribución en varios proyectos. Nuevamente, la elección de en qué invertir atañe únicamente al inversionista que efectúa la contribución correspondiente.

La inversión es depositada directamente en las cuentas bancarias de los proyectos, las cuales son individuales, separadas y mantenidas en empresas del sistema financiero. En ese sentido la plataforma no gestiona ni administra

recursos. Es un intermediario en todo el sentido de la palabra al conectar a agentes deficitarios con agentes superavitarios.

Algunas variaciones a este modelo se han presentado en las plataformas que operan en China. En ese país, los portales evalúan el perfil de riesgo de los proyectos de forma presencial, asignan de forma automática la diversificación de la inversión y garantizan un retorno al inversionista (que oscila entre 8% y 10%) (IOSCO, 2014).

(b) Modelo préstamo originado en banco

En Estados Unidos dos de las plataformas de mayor tamaño, *Prosper* y *Lending Club*, desarrollaron un modelo de negocio de *crowdfunding* de préstamo en el cual la plataforma actúa como un intermediario financiero.

Al igual que el anterior esquema, la plataforma visibiliza las solicitudes de crédito de aquellos proyectos que cumplan con los criterios de riesgo definidos internamente. Los inversionistas escogen los proyectos en los cuales quieren realizar aportes.

Cuando se alcance la meta de recaudo de cada proyecto, un banco origina el crédito y recibe los recursos de los inversionistas. La plataforma emite un título a nombre del inversionista por el valor aportado lo que implica que en caso de incumplimiento la pérdida recae en cabeza de los inversionistas y no del banco.

Inicialmente Prosper fijaba las tasas de interés mediante un mecanismo de subasta en el cual participaban los inversionistas. Conceptualmente los deudores de mayor riesgo debían recibir altas tasas de interés, sin embargo, la alta demanda de los inversionistas terminó disminuyendo los intereses a todos los deudores lo que se materializó en un incumplimiento de más del 30% de la cartera (IOSCO, 2014).

En el 2010, Prosper optó por un nuevo modelo en el cual la tasa de interés es definida por la plataforma de forma autónoma, basada en su análisis del perfil de riesgo (GAO, 2011).

A pesar de que el esquema está dentro de la categoría de préstamo, el modelo de operación, específicamente la emisión de un título a nombre del inversionista, hace que se clasifique como una actividad del mercado de valores.

La propuesta de regulación que realizaremos en el presente trabajo de investigación será para la modalidad de *crowdlending* de cuentas separadas, que no prevé la emisión de ningún tipo de título.

5. Los nuevos proyectos de las MIPYME y su financiamiento como muestra para la medición del éxito de los mismos

Hemos destacado la operativa del *crowdfunding* (en su modalidad de *crowdlending*) como una posible innovadora fuente de financiamiento alternativa. Como hemos adelantado, el financiamiento de un proyecto en particular constituye un termómetro del éxito del proyecto en el mercado, por cuanto permite medir el apetito y el interés de los consumidores en el producto que se propone lanzar.

A tal efecto, dado que el público objetivo de inversionistas son personas naturales (no institucionales) constituyen un medidor fáctico del éxito del producto en un futuro. En esa medida, los proyectos que se expongan alcanzan el financiamiento requerido si es que previamente el producto o servicio que se ofrezca ha logrado tener éxito entre las personas que estuvieron involucradas en una etapa previa, tales como los socios, colaboradores, consumidores o usuarios potenciales. Tan efectivo es dicho medidor que según Labarta (2014), “algunas plataformas que han sido analizadas permiten que el proyecto empresarial sea mejorado por el

promotor durante la campaña tras haber recibido el *feedback* de aquellos”. En esa medida, señala Labarta (2014), “el promotor que ofrece como contrapartida el producto o servicio busca fidelizar potenciales consumidores o usuarios, que son los contribuyentes. El promotor que ofrece la inversión busca socios o colaboradores”.

La información que se pone a disposición de los posibles inversionistas debe ser tal que en efecto el valor agregado pueda ser percibido de manera directa por dichos inversionistas, lo cual es mostrado en su interés y otorgamiento del financiamiento a dichas entidades. En buena cuenta, contar con inversionistas que estén dispuestos a financiar un proyecto inicial constituye un buen indicador y factor de validación sobre el mismo en el mercado.

En ese sentido, según Labarta (2014), “hay *business angels* que empiezan a exigir el testeo del *crowdfunding* como medio para filtrar los proyectos en los que invierten. La misma autora señala que los *business angels* y las empresas de capital riesgo están optando por hacer pequeñas inversiones y aumentarlas cuando el negocio dé síntomas de eficiencia.”

Para la autora antes mencionada:

(...) el testeo de los productos o servicios y del proyecto empresarial se produce no solo en empresas de nueva creación sino también en modelos de negocio que están dando síntomas de eficiencia. La industria del entretenimiento está cambiando: las editoriales, las productoras audiovisuales y las fonográficas se están autofinanciando por *crowdfunding*, se están convirtiendo en sí mismas en plataformas. Lo más habitual en estos modelos de negocio es la contrapartida mediante recompensas, pero ya están evolucionando hacia modelos combinados con *equity crowdfunding*, en los que los inversores se convierten en partícipes de los beneficios de explotación de los activos de propiedad intelectual o en titulares de los derechos de explotación. Si bien se empezó con

mecanismos de recompensa, a la fecha, se han trasladado a otras modalidades (como el *lending* o el *equity crowdfunding*).

En efecto, como indicamos anteriormente, el medidor en la práctica permite que los inversionistas puedan conocer qué proyectos pueden o no funcionar en el mercado.

6. Beneficios del *crowdlending*

Hemos presentado una descripción general del *crowdlending* y hemos identificado una serie de características particulares de dicha figura. En esa medida, resulta pertinente destacar ciertos beneficios de esta modalidad de financiamiento, de cara a los agentes receptores de dicho financiamiento analizados en el presente documento.

- a. **Elección de los prestatarios:** mediante un sistema transparente de información, se permite a las personas (prestamistas) escoger a qué empresas le prestarán el dinero, cuánto y en qué condiciones. En función a la información que brinde la plataforma, será posible también acceder al perfil de riesgo del prestatario. En buena cuenta, por un lado, se trata de un préstamo a medida y, por otro, de una inversión a medida también.
- b. **Nueva fuente de financiamiento:** usualmente las entidades analizadas en este documento no tienen acceso a fuentes de financiamiento tradicionales, por lo que esta modalidad les permite obtener fondos para el desarrollo de productos o servicios. Sin embargo, no solo aplica este beneficio para las MIPYME sino en general para poblaciones y segmentos de la población que usualmente no tienen acceso al sistema financiero. De estar acompañado con mecanismos de promoción de educación financiera, éste podría constituir también una fórmula interesante de inclusión financiera.

Como hemos señalado anteriormente, poder conocer y utilizar los servicios financieros que existen en el mercado otorga una

herramienta adicional a las personas puesto que los incentiva a aceptar préstamos de una manera responsable y ordenada, así como adoptar las medidas necesarias para enfrentar los riesgos a los que están expuestos.

- c. **Mejores condiciones de financiamiento:** este mecanismo es un alternativo adicional para las MIPYME y atiende a las necesidades de financiamiento de dichas entidades (menores costos financieros y mayor rapidez en la obtención del mencionado financiamiento). Conforme se ha señalado, existen dos problemas para dichas entidades (i) no tienen acceso al financiamiento del sistema financiero tradicional y; (ii) de tenerlo, los costos son bastante altos. Al tener alternativas adicionales, es probable que las condiciones que ofrecen dichas entidades financieras también disminuyan, lo que generará que las MIPYME accedan a nuevos recursos y puedan desarrollar nuevos proyectos.
- d. **Costos operativos de la plataforma:** considerando el mecanismo por el que se opera, la infraestructura requerida es menor que la de una entidad financiera; por lo que los costos operativos de la plataforma son bastante menores que los asumidos por entidades que operan en la banca tradicional. Teniendo estos costos menores, las comisiones que cobran también pueden ser más bajas. Es allí donde se genera una situación ventajosa para todos los intervinientes.
- e. **Diversificación para los prestamistas:** si el *crowdfunding* es una medida interesante para los prestatarios, también lo es para los inversionistas en tanto éstos pueden acceder a nuevas inversiones a su medida. Al poder elegir a quién prestarle, ello les permite también diversificar sus propios riesgos. Sujeto a la información que se presente en la plataforma, los inversionistas pueden comparar las empresas a las que desean financiar.
- f. **Medidor fáctico de éxito del producto:** como hemos mencionado, este mecanismo permite que, a través del interés de los prestamistas

en financiar un proyecto o a una empresa, se valide la mayor probabilidad del impacto o éxito de dicho producto en el mercado.

7. Riesgos generales del *crowdlending*

Pareciera que el *crowdlending* es la figura de financiamiento perfecta. Sin embargo, no lo es. Como cualquier otra figura o negocio, esta modalidad de financiamiento tiene ciertos riesgos característicos. Así, uno de los principales riesgos financieros que caracteriza a las plataformas de *crowdfunding* es que operan en el *shadow banking* (es decir, entidades financieras no bancarias). Como describiremos en este documento, en algunos casos la menor regulación o la inexistencia de la misma puede enfatizar de una mayor forma los riesgos que usualmente presenta esta modalidad de financiamiento. Sin perjuicio de detallar más adelante el tipo de riesgo por participante que interviene en este mecanismo, consideramos relevante mencionar los riesgos generales del *crowdlending*:

7.1 Riesgo de crédito

Este es el principal riesgo identificado. La falta de conocimiento del deudor o de información sobre éste puede incrementar el riesgo de crédito asumido. Este riesgo va asociado al riesgo de liquidez y de solvencia. Este tipo de riesgo se basa en la posibilidad de que una de las partes de la operación financiera, específicamente, el prestatario, no cumpla con todas las obligaciones acordadas con el prestamista.

Del mismo modo, es importante mencionar que puede ocurrir también que, dado el público objetivo en estas plataformas (i.e. inversionistas no sofisticados), éstos pueden no procesar de forma adecuada la información que se pone a disposición a través de la plataforma.

7.2 Riesgo de solvencia

La particularidad de este riesgo radica en la importancia de la asimetría de la información entre las partes involucradas. En efecto, al no existir una regulación que determine y especifique la

información que se debe compartir entre ambos, ambas partes se encuentran en la misma posición al no contar con la totalidad de la información que puede llevarlos a adoptar una decisión de inversión sensata. Sin perjuicio de ello, atendiendo a las características particulares de la figura tampoco sería viable que se pida la misma información requerida por la regulación que para, por ejemplo, una oferta de valores.

7.3 Riesgo de liquidez

Ligado a los dos anteriores riesgos, la figura del *crowdfunding* responde a una necesidad específica: proveer recursos financieros en un lapso de tiempo corto. Si alguna de las partes no puede obtener dicha liquidez en los plazos que se requieren, este riesgo se habría materializado.

7.4 Riesgo operativo

Dado que el financiamiento y la interacción entre los participantes se producen a través de una plataforma electrónica, uno de los principales riesgos son los de índole operativa. Este riesgo está relacionado a la posibilidad de asumir pérdidas debido a las fallas en los sistemas o procesos que sean utilizados para concretar la operación, el acceso a información sensible, procedimientos internos de la plataforma o por errores humanos.

7.5 Riesgo regulatorio

Este riesgo se presenta tanto en los países que han implementado una regulación para esta figura, así como para aquellos que no lo han hecho a la fecha o que están en proceso.

Al respecto, en los países que se ha implementado la figura, el riesgo consiste en la implementación de las medidas exigidas por las normas aplicables. Puede darse el caso que incluso la regulación logre todo lo contrario a su función de promoción de este mecanismo: desincentivo de la creación de estas plataformas.

En los países en los que no se ha implementado la regulación, el riesgo es la incertidumbre sobre cuál será la regulación y cuál será el alcance de la misma. Asimismo, al haber diversos agentes involucrados, no siempre existe coordinación entre los reguladores para definir las competencias de cada uno de dichos reguladores.

7.6 Riesgo de fraude

Este riesgo se presenta cuando los proyectos son fraudulentos. En esa medida, se reciben los fondos, pero los proyectos no son ejecutados o los fondos no son aplicados a los destinos pactados. En esa medida, ello podría a su vez generar riesgo reputacional del negocio y de la modalidad de financiamiento en sí.

7.7 Riesgo de lavado de activos y otras actividades ilícitas

Este riesgo se genera cuando ciertas entidades involucradas en actividades ilícitas utilizan la plataforma para ingresar fondos ilícitos en el mercado. Este ingreso de fondos puede ser a través de los propios prestamistas, a través de transferencias internacionales, o a través del financiamiento otorgado de forma directa a la plataforma electrónica.

Existen, asimismo, proyectos falsos que han sido credos para financiar actividades ilícitas. Se establecen mecanismos que permiten borrar el rastro del dinero y si no se cuentan con los mecanismos de evaluación previos, estos riesgos pueden ser materializados.

En efecto, muchos de estos riesgos pueden ser mitigados con determinadas acciones regulatorias o exigencias requeridas a las plataformas. En ese sentido, diversas jurisdicciones han adoptado ciertas medidas sobre el *crowdlending*. Es el caso de China, que en el año 2016 (Chorzempa, 2016) emitió ciertas regulaciones para mitigar algunos de los riesgos descritos anteriormente:

To ensure compliance and hopefully put a stop to fraudulent platform operators stealing funds, all client accounts were to be parked at custodian banks, giving banks enormous power over P2P platforms and access to much of their data. Platforms were also precluded from offering “credit enhancement” or guaranteed returns by covering losses themselves, a direct blow to the prevailing but risky business model of providing fixed returns backed by an explicit or implicit risk reserve fund used to pay investors in loans to defaulting borrowers.

8. Riesgos del *crowdlending* para las micro, pequeñas y medianas empresas

Como hemos explicado anteriormente, las MIPYME están expuestas a diversos riesgos, atendiendo a la etapa en su ciclo de vida en el que se encuentran. Sin embargo, los demás actores que participan en la plataforma también están expuestos a diversos riesgos. A continuación se presentará una descripción de los riesgos que hemos considerado relevantes a efecto del análisis detallado en el presente documento, en función al participante.

8.1 Riesgos del Prestatario

a. Riesgo de Crédito

- *El prestatario puede no recibir los fondos recaudados de los prestamistas*

Este riesgo se presenta si la plataforma no está obligada a solicitar una de licencia o permiso para ofrecer pago servicios/remesas y además no tiene medidas adecuadas para custodiar el dinero de los participantes. Como se ha señalado anteriormente, existen mecanismos de mitigación, tales como el hecho de que se solicite que los participantes cuenten con cuentas bancarias abiertas en el sistema financiero local.

Específicamente, en el caso de las MYPES, pese a que los montos requeridos pueden no ser tan altos, resulta conveniente establecer herramientas adicionales en la estructura planteada, tales como la constitución de un fideicomiso. La creación de un patrimonio autónomo podría generar seguridad sobre la aplicación y canalización de los fondos que sean depositados en las cuentas del referido fideicomiso.

- *El prestatario puede sufrir pérdidas por defectos en la plataforma*

Este riesgo puede presentarse porque el prestatario no tiene registros adecuados para establecer sus compromisos de pago. En consecuencia, el riesgo puede presentarse debido a insuficientes garantías financieras contra defectos de la plataforma como los requisitos de seguimiento y monitoreo del préstamo.

Si bien este es un riesgo general, cobra mayor relevancia en el caso de las MYPES por cuanto no se cumpliría tampoco con la finalidad de incluirlos en el sistema y pueden alentar una gran desconfianza en el sistema financiero en general.

- b. Riesgo reputacional / riesgo de fraude

- *Un prestatario puede tener incertidumbre sobre la reputación y la seguridad de la plataforma (lo cual también es aplicable para el prestamista que accede a la plataforma)*

Puede ser difícil para los prestamistas y los prestatarios encontrar información independiente sobre la reputación de las plataformas, en la medida que dicha plataforma no esté obligada a cumplir con requisitos legales de divulgación o información. Además, las plataformas no necesariamente requieren autorizaciones o licencias, por lo que pueden no estar sujetas a ningún tipo de supervisión.

Resulta relevante uniformizar y otorgar claridad sobre las reglas aplicables a las plataformas. Debe establecerse también si es que

están o no están sujetas a algún tipo de regulación y cuál es el alcance de la misma.

La claridad en la información resulta clave especialmente para las MYPES con la finalidad que puedan utilizar esta alternativa de financiamiento.

- *Los datos personales de un prestatario pueden ser robados o mal utilizados (lo cual también es aplicable para el prestamista que accede a la plataforma)*

Este riesgo puede surgir si una plataforma carece de un documento suficientemente robusto sobre política de tratamiento de datos o si la política no se aplica correctamente en la práctica, llevando a la pérdida de datos personales o el aprovechamiento de dichos datos sin el consentimiento del titular.

Este es un riesgo general de la actividad. La regulación sobre datos personales está siendo implementada con mayor recelo en los últimos años. Sin embargo, el tratamiento inadecuado de esta información puede generar no solo una mala reputación para la plataforma sino que puede reflejarse, incluso, en un incremento de la tasa de interés, lo que genera un perjuicio para la MYPE.

- c. Riesgo de falta de información o de información falsa
- *Los prestatarios pueden no tener certidumbre de que la evaluación del riesgo del proyecto se ha realizado conforme a las reglas y normas de aplicación general*

El riesgo para los prestatarios es que la evaluación que se efectúa de su situación financiera puede no ser adecuado.

Hemos descrito a lo largo del documento que las necesidades de las MYPES responden a un requerimiento rápido y barato de financiamiento. Si un proyecto no es correctamente evaluado, ello

puede generar que los objetivos antes descritos no se cumplan por cuanto no se están cubriendo las finalidades antes señaladas.

- *Los prestatarios pueden no recibir fondos comprometidos porque los prestamistas no son capaces o no están dispuestos a desembolsar lo acordado*

Este riesgo puede surgir si una plataforma no tiene procesos que aseguren que los prestamistas comprometan el dinero a los proyectos de manera oportuna. Por ejemplo, si una plataforma no tiene un mecanismo para cobrar el dinero o exigir a los prestamistas a proporcionar autorización para débitos automáticos, a través de cuentas bancarias.

El riesgo de incumplimiento es también general pero el impacto puede ser mayor para las MYPES por cuanto pueden dejar de desarrollar un producto específico, desconfiar en el sistema y por ende no volver a usarlo y finalmente retornar a la banca tradicional y a los términos que ésta ofrece.

d. Riesgo Legal

- *El prestatario tiene incertidumbre sobre sus derechos y obligaciones (también relevante para los prestamistas)*

Este riesgo se presenta si una plataforma no divulga información comprensible acerca de los servicios que serán proporcionados por la plataforma y una descripción de los derechos y obligaciones contractuales que se aplicarían a los prestamistas y los prestatarios.

Puede darse el caso que las MYPES no sean entidades sofisticadas por lo que el envío de mensajes claros, veraces y oportunos resultan relevantes.

- *El prestatario enfrenta un inadecuado mecanismo de manejo de reclamos en una plataforma (también relevante para los prestamistas)*

Este riesgo está estrechamente vinculado a la protección al consumidor y la implementación de las medidas necesarias para canalizar los reclamos y quejas que éstos puedan tener en relación a los términos y condiciones de la plataforma.

Ello a su vez puede generar una mala reputación del prestatario en el sistema, cerrando una de las alternativas de financiamiento propuesta para ese tipo de entidades.

e. Riesgo de Liquidez

- *Los prestatarios pueden enfrentar problemas de liquidez por demoras en la generación de flujos esperados*

Este riesgo surge debido por la falta de o una insuficiente línea de tiempo de disponibilidad de fondos, y cuando el prestamista no tiene la posibilidad de acceder a los fondos proporcionados antes del término del préstamo.

Retomando lo que habíamos mencionado antes, la importancia de periodos de gracia resulta vital. No es usual que las MYPES tengan ese tipo de beneficios pero sería conveniente que para mitigar ese riesgo, atendiendo al record crediticio del prestatario, se establezcan determinados periodos de gracia.

f. Riesgo Operacional

- *El prestatario sufre pérdidas cuando una plataforma experimenta problemas técnicos (lo cual también resulta de aplicación para los prestamistas)*

Este riesgo se genera porque la plataforma es tecnológicamente defectuosa.

8.2 Riesgos de los Prestamistas (Inversionistas)

a. Riesgo de Crédito

- *Un prestamista es tentado a invertir por la promesa de una alta tasa de rentabilidad de inversión, la cual podría ser poco realista*

La evaluación de una oportunidad de inversión requiere un análisis profundo, así como un conocimiento profundo del proyecto o negocio del potencial prestatario. Por consiguiente, un prestamista debería tener cierto nivel de educación financiera para poder tomar una decisión plenamente informada acerca de una oportunidad de inversión específica. Del mismo modo, el riesgo puede surgir si una plataforma no es capaz de incluir información que sea clara y de fácil comprensión, así como otros materiales que otorguen al inversionista información que le permita adoptar una decisión sensata.

Nuevamente, la información resulta vital en el marco de la estructuración de este proceso. Puede convenir que se revele el sector en el que se encuentra la empresa y cuáles son las perspectivas de dicho sector. Es bastante importante que esta información sea revelada para reducir el nivel de reclamos que se puedan presentar en atención al incumplimiento de normas de protección al consumidor.

- *El prestamista puede perder el capital invertido (y potencial interés) si un prestatario no es capaz de cumplir con su obligación de pago*

Este riesgo de crédito puede surgir porque un prestatario se convierte en insolvente, se comporta negligentemente o no tiene fondos suficientes para pagar al prestamista, según lo acordado. Este riesgo de crédito o riesgo de contraparte es inherente a cualquier inversión o préstamo. Sin embargo, una insuficiente evaluación de la solvencia de un prestatario antes de invertir puede crear un riesgo mayor. Esto se aplica, en particular, si una plataforma no verifica la solvencia de los prestatarios mediante el sitio Web.

El sector de las MYPE es uno de alto riesgo por cuanto se trata de empresas que están en proceso de desarrollo y por ende no siempre

tienen información financiera que respalde sus operaciones y sus flujos futuros. El riesgo materializado de estas empresas puede generar un desincentivo para que otros inversionistas participen en este sistema.

- *El prestamista puede no recibir los fondos que pague el prestatario*

Este riesgo se presenta si la plataforma no tiene implementados los mecanismos necesarios para procesar los pagos a los que se encuentra obligada en virtud a los términos y condiciones establecidos.

- *El prestamista puede sufrir pérdidas por defectos en la plataforma*

Este riesgo puede presentarse porque el prestamista no tiene registros adecuados para establecer sus compromisos de pago.

b. Riesgo de Fraude

- *Un prestamista puede sufrir pérdidas cuando un prestatario actúa fraudulentamente*

Este riesgo puede presentarse debido a que el anonimato de internet ofrece oportunidades a ciertos individuos de actuar bajo pretensiones falsas, ofreciendo oportunidades de inversión falsas a través de una plataforma. Por lo tanto, es muy importante asegurar que las plataformas establezcan los procedimientos necesarios de identificación e información sobre los prestatarios, incluyendo pruebas de contacto. Además, podría aumentar el riesgo de fraude si la plataforma no puede llevar a cabo una verificación de antecedentes exhaustiva de un prestatario. Es relevante mencionar que la plataforma debe poder cruzar información pública del prestatario.

- *Un prestamista puede tener incertidumbre sobre la reputación y la seguridad de la plataforma (lo cual también es aplicable para el prestatario que accede a la plataforma)*

Puede ser difícil para los prestamistas y los prestatarios encontrar información independiente sobre la reputación de las plataformas, en la medida que dicha plataforma no está obligada a cumplir con requisitos legales de divulgación o información. Además, las plataformas no necesariamente requieren autorizaciones o licencias, por lo que pueden no estar sujetas a ningún tipo de supervisión.

- *Los datos personales de un prestamista pueden ser robados o mal utilizados (lo cual también es aplicable para el prestatario que accede a la plataforma)*

Este riesgo puede surgir si una plataforma carece de un documento suficientemente robusto sobre política de tratamiento de datos o si la política no se aplica correctamente en la práctica, llevando a la pérdida de datos personales.

- c. Riesgo de falta de información o de información falsa

- *El prestamista es incapaz de identificar conflictos de intereses de una plataforma, sus accionistas, directivos y empleados clave*

Este riesgo se presenta si un empleado de plataforma o sus accionistas, administradores o funcionarios clave tienen intereses financieros en el negocio de un prestatario. Lo mismo es válido en la estructuración de un acuerdo de compensación si es que éste conduce a un conflicto de intereses.

- *El prestamista puede ser engañado por una estructura de precios poco clara o información engañosa acerca de los términos y condiciones aplicables a las partes*

Un prestamista no es capaz de prever los derechos y obligaciones contractuales relacionadas con su inversión sin información completa de los términos contractuales y condiciones en el sitio web de la plataforma. Lo mismo se aplica si las condiciones no están formuladas en lenguaje claro y comprensible.

- *El prestamista puede asumir erróneamente que las oportunidades de publicidad en una plataforma han sido objeto de una evaluación adecuada del riesgo*

Este riesgo se presenta en una plataforma que no está obligada a realizar un *due diligence* sobre los proyectos que se anuncian en su web y este hecho no es revelado adecuadamente en el sitio web (es decir, no hay información disponible respecto de si un proceso de *due diligence* ha sido llevado a cabo).

- *El prestamista puede no haber recibido la información necesaria para evaluar un determinado proyecto (o la reputación del prestatario)*

Evaluar la relación riesgo-rendimiento de una inversión en una empresa o negocio normalmente requiere de la información detallada acerca de la empresa o negocio. Los inversionistas institucionales como estratégicos generalmente realizan un *due diligence* antes de la inversión, para levantar la información relevante. Un prestamista privado sin embargo no generalmente posee los recursos para emprender un costoso proceso de *due diligence*.

- *El prestamista tiene incertidumbre acerca de su derecho de retirar o cancelar una inversión antes de su vencimiento*

En este esquema, los prestamistas entran en contratos de préstamos con un prestatario, que es, en muchos casos, una empresa *start-up*. Si un prestamista tiene derecho a cancelar un contrato de préstamo depende de la legislación legal aplicable y los términos contractuales. La falta de información al consumidor sobre los derechos de cancelación aplicable como resultado puede crear un alto nivel de incertidumbre para los prestamistas acerca de sus oportunidades de salida. Además, la ley aplicable o los derechos de resolución contractual pueden llegar a ser insuficientes desde la perspectiva de un prestamista.

d. Riesgo Legal

- *El prestamista tiene incertidumbre sobre sus derechos y obligaciones (también relevante para los prestatarios)*

Este riesgo se presenta si una plataforma no divulga información comprensible acerca de los servicios que serán proporcionados por la plataforma y una descripción de los derechos y obligaciones contractuales que se aplicarían a los prestamistas y los prestatarios.

- *Los fondos de un prestamista no pueden ser transferidos al prestatario*

Este riesgo se presenta si una plataforma no ha implementado mecanismos necesarios para controlar o monitorear los pagos que se hacen a través de la mencionada plataforma.

e. Riesgo de liquidez

- *El prestamista puede enfrentar problemas de liquidez si, después de que el préstamo se da hacia fuera, los reembolsos no siguen el plan acordado o si su posición no puede ser transferida o cedida antes del plazo del contrato*

Este riesgo surge debido a la falta de o una insuficiente línea de tiempo de disponibilidad de fondos, y cuando el prestamista no tiene la posibilidad de acceder a los fondos proporcionados antes del término del préstamo.

f. Riesgo Operacional

- *El prestamista sufre una pérdida cuando una plataforma experimenta problemas técnicos (lo cual también resulta de aplicación para los prestatarios)*

Este riesgo puede presentarse porque el prestamista no tiene registros adecuados para establecer sus compromisos de pago.

8.3 Riesgos de la Plataforma

a. Riesgo Reputacional/Riesgo de Fraude

- *Las plataformas asumen el riesgo/reputación del hecho de que préstamos no sean pagados por los prestatarios de forma intencional*

Este riesgo puede presentarse debido a que el anonimato de internet ofrece oportunidades para personas que actúan bajo falsas pretensiones de ofrecer oportunidades de inversión falsos en una plataforma. Por lo tanto, es muy importante asegurar que las plataformas obtengan e identifiquen la información sobre los prestatarios, incluyendo pruebas de contacto.

Además, podría aumentar el riesgo de fraude si una plataforma no realiza una verificación de antecedentes exhaustiva en un prestatario. En el largo plazo, si una plataforma ofrece oportunidades de créditos muy malos (que normalmente sólo será evidente con el tiempo a través de las tasas de préstamo (de repente alta, por defecto) entonces este riesgo de crédito rápidamente se convierte en problemas de reputación para la plataforma.

Como hemos mencionado, puede darse el caso que una mala gestión de la plataforma (i.e. por no contar con un plan de continuidad o similar) genere malas evaluaciones de los intervinientes y por ende no se otorgue el financiamiento que la empresa espera bajo los términos calculados.

b. Riesgo Operacional

- *Las plataformas corren el riesgo de ataques cibernéticos*

Este riesgo se presenta si no existen medidas preventivas como, por ejemplo, haber establecido una política para la continuidad de negocio y gestión integral de los riesgos de la plataforma.

c. Riesgo de Lavado de Activos

- *Las plataformas podrían asumir riesgos de lavado de activos (lo que genera a su vez un riesgo reputacional)*

Este riesgo se presenta debido a una falta de o insuficiencia de un proceso de *due diligence* con respecto a direcciones, estatus financiero, antecedentes penales, etc. Además, en un escenario de ausencia de regulación, la falta de regulación de lavado de dinero aplicable puede ser una causal determinante para el riesgo de que una determinada plataforma pueda ser utilizada para tales fines.

Como se ha podido detallar anteriormente, en función a la posición en la que se encuentre cada uno de los agentes, los riesgos a los que está expuesto son distintos y aún, ante un mismo riesgo, pueden existir distintos mitigantes para uno u otro caso. La propuesta regulatoria que se esboce debe buscar mitigar dichos riesgos sin dejar de desincentivar la creación de este tipo de plataformas, lo que a su vez podría tener un impacto importante en la economía nacional.

Este es probablemente el mayor riesgo al que pueden estar expuestas las plataformas por cuanto de no tener un sistema adecuado de monitoreo, ésta puede ser utilizada para blanquear capitales.

9. Situación actual del *crowdfunding* en el Perú: ¿Existen plataformas? De ser el caso ¿bajo qué presupuesto operan?

Hasta el momento hemos descrito el panorama general del *crowdfunding*, los riesgos y los beneficios de la figura en relación con las necesidades de las MIPYME. En ese escenario, cabe preguntarse si en la actualidad existen plataformas con las características descritas en el presente documento. Asimismo, es relevante analizar cuál es la situación actual del *crowdfunding* en el mercado local.

Al respecto, resulta conveniente presentar algunas estadísticas:

Gráfico 4 – Número de plataformas electrónicas en Perú

CUADRO 2 ■ Perú: Radar <i>Fintech</i> 2017	
Sector	Empresas (Número)
Préstamos	11
Pagos y remesas	9
Gestión Financiera	6
<i>Crowdfunding</i>	4
Comercio	4
Ahorro-Inversión	3
Tecnología	3
Otros	6
Total	46

FUENTE: FINNOVISTA 2017.

El cuadro preparado por Silva (2017) muestra que, de las plataformas existentes en el mercado local, casi el 25% de éstas, corresponden a plataformas de *crowdlending*.

De manera general, en la actualidad, la legislación peruana regula ciertas figuras que pueden estar subsumidas en ciertas modalidades de *crowdfunding*. Así, en las modalidades de *crowdfunding* como “equity” o como “préstamos”, podríamos afirmar que existe una regulación no específica que podría ser aplicable a las actividades que quieran desarrollarse en el marco del *crowdfunding*. Dichas actividades son las que se desarrollan como (i) ofertas públicas o privadas de valores mobiliarias (cuyo supervisor es el regulador del mercado de capitales, esto es, la SMV); o, (ii) como actividades que importan la realización de intermediación financiera (cuyo supervisor es la SBS).

Como indicamos en la sección anterior, en el segmento de pequeñas y medianas empresas, la SMV ha regulado un segmento especial (el Mercado Alternativo de Valores – MAV). Al respecto, es un segmento creado y promocionado por la SMV, dirigido a las pequeñas y medianas empresas peruanas, con la finalidad de facilitar su acceso al financiamiento

a través de operaciones bursátiles, sujeto a menores costos y con requerimientos y obligaciones de información flexibles, respecto de aquellos que resultan de aplicación bajo el régimen general.

La modalidad de *crowdfunding* como donación o como otorgamiento de premios, es una que se trata como una donación o una compra de bienes o servicios, según corresponda y que se encuentra regulado por el Código Civil.

Si bien la actividad de *crowdfunding* (y más específicamente, del *crowdlending*) no se encuentra regulada de forma específica, sí se han identificado que existen plataformas locales creadas y operando hace algunos años. En efecto, en el Perú existen plataformas hace alrededor de cinco (5) años, las cuales indican que brindan servicios de agencia, por medio de una plataforma virtual que pone en contacto a personas que necesitan fondos para un fin específico y personas que están buscando alternativas de inversión, usualmente, por montos pequeños.

En esa misma línea, a la fecha, la figura del *crowdlending* no es una actividad regulada como tal bajo la legislación correspondiente. Sin embargo, es sujeto de estudio por parte de los reguladores que participan en el sistema financiero. Tampoco se trata de una actividad prohibida al amparo de la legislación vigente, salvo que alguna de las actividades que pretendan realizarse califiquen como ofertas públicas o como intermediación financiera. En ese sentido, el gran desafío es encontrar un balance entre estimular el desarrollo del mecanismo de financiamiento colectivo (*crowdlending*) y mitigar los riesgos asociados a este, velando por los intereses sociales (atendiendo a las finalidades constitucionales que se encomiendan a los reguladores locales). En este contexto, consideramos pertinente realizar un breve análisis sobre una de las plataformas más conocidas en el mercado local y de qué manera han monitoreado y manejado los riesgos detallados anteriormente:

9.1 Plataforma Virtual Afluenta (<https://www.afluenta.pe>)

a. Aspectos generales

Esta plataforma se ha autodefinido como la primera red de préstamos entre personas de Latinoamérica. Así, se dedican a conectar a personas que necesitan dinero con personas dispuestas a prestarlo, para que el dinero fluya rápido sin intermediación ni burocracias.

Asimismo, definen las finanzas colaborativas como el mecanismo a través del cual las personas prestan a otras personas eliminando la brecha bancaria entre quienes solicitan y quienes prestan.

En el marco de sus operaciones, brindan los siguientes servicios: (i) validación de identidad (para seguridad de los acreedores, se efectúa mediante sofisticados mecanismos informáticos); (ii) validaciones crediticias (evalúan a los solicitantes con datos de Experian y Equifax para brindar confianza a acreedores); (iii) subastas de créditos (se administran las ofertas de acreedores para conformar préstamos más convenientes para todos); (iv) originación de los créditos (convierten numerosas ofertas de múltiples acreedores en una sola obligación para el solicitante); (v) administración del crédito (cobran las cuotas mensuales y distribuyen los fondos entre los acreedores según su participación); y, (vi) gestión de cobro (ante casos complejos de mora se derivan a profesionales del tema, con cargo a los deudores).

Cabe señalar que a efectos del manejo de los fondos de los inversionistas, Afluenta opera a través de la figura legal de un fideicomiso, "Fideicomiso Afuenta Perú 1" con una Entidad Financiera regulada por la SBS para administrar los fondos de los acreedores en Afluenta.

b. Aspectos Legales

Es bastante interesante que esta plataforma contenga declaraciones expresas de que no realizan actividad de intermediación financiera. Así, se ha incluido lo siguiente:

“Afluenta no realiza intermediación financiera

Afluenta es un novedoso **servicio de administración de préstamos entre personas, también llamada “finanzas colaborativas”** y es parte de los negocios enmarcados en la llamada “economía del compartir”. No realiza, ni implica, intermediación bancaria o financiera.

La “intermediación bancaria o financiera” se encuentra descrita en la Ley N° 26702, Ley General del Sistema Financiero, del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (en adelante, Ley de Bancos), e identifica a esta actividad con la **realización de dos tareas bien diferenciadas e inseparables en el funcionamiento de los bancos**. Por un lado **reciben depósitos del público asumiendo el riesgo de restituir los fondos en las condiciones pactadas (depósitos en caja de ahorro, cuenta corriente o depósito a plazo) mientras que por otro lado asumen el riesgo de incobrabilidad de los préstamos que otorgan utilizando dichos recursos**. La conexión de ambas actividades y los riesgos asociados, tienen una clara connotación jurídica que es inseparable del negocio bancario. Los bancos toman riesgo y obtienen una recompensa por ello.” (El subrayado es nuestro)

En ese sentido, dejan claramente establecido que no realizan la actividad de intermediación financiera. Lo interesante es que han descrito el negocio en el que operan y por qué no califican como actividades de intermediación financiera. En esa medida, al señalar que solo prestan servicios de administración y que no asumen los riesgos propios de la actividad financiera, no operan dentro de dicho segmento.

De otro lado, en cuanto al lavado de activos, se ha incluido lo siguiente:

“Prevención de Lavado de Activos

Afluenta opera única y exclusivamente con clientes bancarizados, es decir, personas que mantienen cuentas dentro del sistema financiero peruano. Por tanto, dichos clientes han sido evaluados por las entidades financieras donde mantienen sus cuentas conforme a las normas de prevención del Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo (LAFT) que exige el ordenamiento jurídico peruano.” (El subrayado es nuestro)

En ese sentido, en aplicación de alguna de las medidas de mitigación anteriormente señaladas, han transferido su riesgo de lavado de activos a las entidades bancarias en las que las personas tienen sus cuentas. De esa manera, por regulación de las entidades financieras, éstas aplican procedimientos relacionados a conocimiento del cliente que incluyen evaluaciones de dichos clientes.

No es materia de análisis de este documento pero conviene hacer una reflexión sobre los términos en los que dos entidades que tienen el mismo riesgo (i.e. lavado de activos) no les es aplicable la misma regulación y por ende las mismas obligaciones.

c. Términos y Condiciones

De manera muy general, los términos y condiciones establecen una serie de requisitos para el registro como participante de la plataforma, política de datos personales (lo que incluye el sometimiento de las normas locales de protección de datos), obligaciones de las partes que participan, régimen tributario, entre otros.

Es bastante interesante que la plataforma presente también estadísticas sobre los créditos otorgados y aquellos que han sido cobrados. Del mismo modo, se indica que, si bien la plataforma no es responsable del cobro de la deuda, la plataforma realiza

sus mejores esfuerzos para apoyar con el cobro de la mencionada deuda no pagada.

d. Contrato de Fideicomiso

De conformidad con lo señalado en los términos y condiciones, con la finalidad de garantizar la adecuada administración de los fondos que se operan a través de la Plataforma Afluenta, todas las sumas de dinero son depositadas en una cuenta bancaria (la “Cuenta Afluenta”) abierta a nombre del patrimonio fideicometido creado y administrado por el Banco de Crédito del Perú (el “Fiduciario”) en virtud del contrato de fideicomiso en administración de fecha 22 de febrero de 2017 (el “Contrato de Fideicomiso”), en los términos y condiciones establecidos en el Contrato de Fideicomiso. Cabe señalar que el mencionado contrato ha contemplado una sola cuenta ómnibus recaudadora para todas las operaciones que se realizan a través de la plataforma. No se trata de un fideicomiso o de cuentas distintas para cada uno de los préstamos o segmentos en los que se opera.

e. Comparaciones con una entidad bancaria

En el presente documento, hemos identificado los beneficios del *crowdfunding*. En la plataforma de Afluenta (www.afluenta.com) de forma expresa se señalan las razones por la que son mejores que un banco. Estas razones son las siguientes:

“ - **MÁS DIRECTO, MÁS ECONÓMICO**

En Afluenta quitamos al banco intermediario que hace que los préstamos sean más caros. Te conectamos directamente con quienes te financian.

- **CANCELACIÓN TOTAL O PARCIAL SIN COSTO**

La cancelación anticipada total o parcial en cualquier momento de tu préstamo nunca tendrá costos adicionales. No somos un banco.

- **NO NECESITAS OTRA CUENTA BANCARIA**

En Afluenta no necesitas abrir otra cuenta bancaria. Depositamos los fondos en tu cuenta actual. Es más barato para vos.

- **MÚLTIPLES OPCIONES DE PAGO**

Puedes hacer transferencias desde tu homebanking

- **ÚNICA EXPERIENCIA 100% ONLINE 7X24**

Sólo en Afluenta podés solicitar un préstamo 100% online cualquier día, a cualquier hora y desde cualquier lado. No cerramos nunca.

- **SCORE DE PAGO AFLUENTA**

Pagar bien tiene premio. Pagar tu cuota en tiempo, mejora tu perfil crediticio y accederás a renovaciones automáticas de préstamos a mejores tasas y mayores montos.

- **RESPUESTA INMEDIATA**

Completa tu solicitud, la evaluamos y te damos una respuesta inmediatamente. Si no es admitida, también te explicamos por qué. Simple y claro.

- **SEGUROS DE VIDA. TRANQUILIDAD PARA TU FAMILIA**

Ofrecemos seguros de vida que cubren el 100% del saldo del crédito solicitado en caso de fallecimiento o incapacidad total permanente.

- **EXCELENTE ATENCIÓN AL CLIENTE**

Contamos con múltiples vías de contacto (chat, mail, SMS o teléfono). Nos da orgullo saber que 95% de nuestros clientes están satisfechos.

- **SEGURIDAD**

Nuestra plataforma cuenta con certificados de seguridad informática y protocolos de protección de tus datos y de los acreedores.”

Sin perjuicio de que muchas de las antes señaladas son razones válidas para utilizar la referida plataforma, igual pueden persistir ciertos de los riesgos identificados anteriormente.

La descripción antes señalada nos permite deducir lo siguiente: (i) existen plataformas operando en el Perú; (ii) sin perjuicio que lo digan o no expresamente, en un esquema de *crowdfunding* como el descrito en el presente documento, no estarían realizando actividades de intermediación financiera (conforme lo describiremos más adelante); y, (iii) aunque se han establecido una serie de medidas que pueden combinar ciertos requerimientos regulatorios para otras figuras jurídicas (i.e. el contrato de fideicomiso es requerido, por ejemplo, en el caso de la emisión de dinero electrónico), el principal mitigante de varios riesgos identificados podría ser una regulación que no desincentive la participación de diversas entidades en este nuevo mercado.

La gran pregunta es ¿seguirían participando en este mercado si eventualmente la SBS decide que las plataformas electrónicas deben ser supervisadas y por ende sujetarse a una serie de obligaciones de dicha entidad? Contrariamente a lo que muchos pensarían, la respuesta es sí, siempre que dichas obligaciones se condigan con (i) la actividad que realizan; (ii) el riesgo que representan y, (iii) tal vez lo más importante, que se les trate como entidades especiales con necesidades y objetivos específicos, distintos a los de un banco, por ejemplo.

10. ¿Resulta conveniente regular el *crowdfunding* con la finalidad de que cumpla con su objetivo de constituir una nueva y real alternativa de financiamiento para las medianas y pequeñas empresas así como para nuevos proyectos?

La respuesta cae por su propio peso: es conveniente y necesario que se regule el *crowdlending* (en virtud a los considerandos que se detallan más adelante). Sin perjuicio de la respuesta evidente y de los argumentos que se han presentado a lo largo del documento, correspondería también considerar aquellos argumentos en contra de la regulación, atendiendo justamente a la libertad de empresa y a la agilidad de todo aquello vinculado con el internet. Es decir, atendiendo al avance constante y permanente de estas modalidades, podría ser contraproducente y desfasado proponer una regulación que, tal vez, para la etapa en la que se emita, ya ha sido superada por nuevas figuras que la tecnología inventa.

Sobre el particular, consideramos pertinente también formular la pregunta ¿por qué no regular una actividad como el *crowdlending*? De la bibliografía identificada, no ha sido posible encontrar algún autor que evidentemente se muestre en contra de la regulación de este tipo específico de *crowdfunding*. El argumento mayor es el mencionado anteriormente: la regulación podría limitar la innovación y contraer el crecimiento de nuevas figuras financieras en el mercado. Sin embargo, resulta pertinente ponderar los riesgos que importa la actividad en cuestión y en virtud a ello proponer una regulación que cumpla con ambos objetivos: mitigar los riesgos y no desacelerar el crecimiento de innovaciones en el mercado financiero.

Como se detallará más adelante, los países que inicialmente no regularon esta actividad (como ha ocurrido con el Perú) no es porque la regulación se iba a convertir en una herramienta que impida el crecimiento de la nueva industria, sino porque usualmente esperan a ver cómo reacciona el mercado y cuáles son los riesgos o desventajas de la figura en cuestión. Una vez que se analiza ello, el legislador o el regulador cuentan con las herramientas para proponer una regulación o indicar que una figura específica no sería regulada.

Hay un conjunto de factores que crean la necesidad de regulación en este sector. Al respecto, Herrera (2016) comenta sobre ciertos retos para los reguladores y las autoridades, al cubrir los riesgos más visibles en las plataformas regionales.

Las tendencias que presenta IOSCO (2015) han sido interesantes. A manera de ejemplo, inicialmente habían jurisdicciones que tenían prohibida la actividad, pero continuando con la tendencia global, han ido cambiando su postura o a hacia una regulación a través de la flexibilización de la normativa o la creación de una normativa específica. IOSCO (2015) menciona el caso específico de Japón y de México. En este último caso, cabe resaltar, como detallaremos más adelante que, en el mes de marzo del 2018, se aprobó la Ley para regular las Instituciones de Tecnología Financiera, así como reforman ciertas normas adicionales directamente vinculadas con entidades financieras, que brindan sus servicios a través de plataformas electrónicas.

Llama la atención también que el reporte que presentó IOSCO (2015), una de las razones principales por las que existe regulación específica es que la actividad que involucra pueda, eventualmente, afectar el interés del público y como tal, debería ser ofrecida por entidades que cuenten con la supervisión de un regulador específico.

Habiendo avanzado en este aspecto, la nueva pregunta a responder es ¿cómo debe ser dicha propuesta regulatoria? Conforme se ha señalado en las secciones anteriores, el hecho de que las MIPYME cuenten con una alternativa de financiamiento adicional debe cumplir con las finalidades descritas; esto es, que el financiamiento sea otorgado a una tasa de interés baja y en corto tiempo. Lo que a su vez, genera ciertas ventajas en los prestamistas, quienes tienen también una nueva alternativa de inversión, a su medida y sujeto a las condiciones a las que estén dispuestos a prestar.

Así, Herrera (2016) menciona como aspectos a considerar los siguientes:

- La competitividad, productividad y crecimiento de MIPYMES dependen de una amplia gama de factores, tales como el clima de negocios, incentivos de formalización, capital humano, la calidad de la infraestructura y el acceso al financiamiento. En efecto, en relación con este último punto, materia de análisis del presente documento, se señala que algunos gobiernos de la región son conscientes de ello y han incluido el *crowdfunding* (incluyendo el *crowdlending*) como

uno de las posibles soluciones para el problema de acceso al financiamiento para las MIPYMES. Por ejemplo, el Gobierno de Chile ha publicado recientemente un programa para productividad, innovación y crecimiento, en el que se evidencia un apoyo a productos financieros emergentes. El *crowdfunding* está específicamente mencionado. Este apoyo no solo se ha quedado plasmado en la literatura sino que se ha materializado en forma de garantías respaldadas por el banco público de desarrollo (CORFO), que a su vez han sido utilizados por plataformas de préstamos, principalmente a las MIPYMES.

Como se mencionará más adelante, resulta conveniente que las herramientas tradicionales incluyan un marco gubernamental a este tipo de iniciativas para que la regulación no sea un factor que detenga el dinamismo de esta innovación financiera.

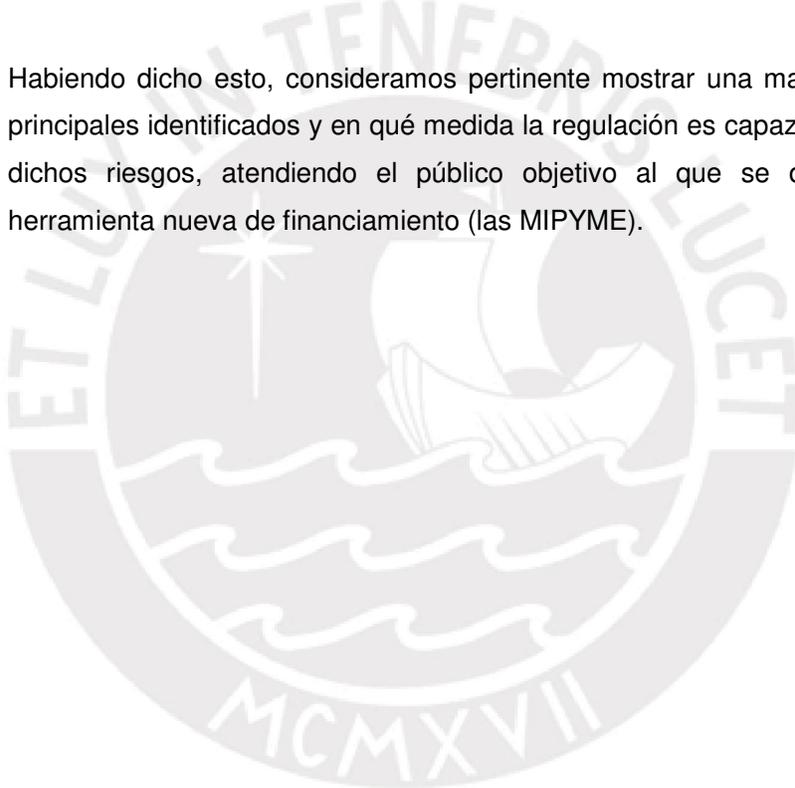
- Existen distintos tipos de riesgos que corresponden a la actividad propia del *crowdlending*. Las plataformas electrónicas son principalmente una herramienta de coordinación y un medio para que coincida la oferta y demanda de recursos. En ese escenario, los riesgos operacionales y la ciberseguridad son los más relevantes, por lo que un potencial colapso de la plataforma debido a una falla en sus sistemas, controles, red o infraestructura tendría un impacto material y adverso en el negocio. En este punto, hay distintos aspectos a considerar como el manejo de datos relevantes (i.e. datos de los inversionistas y de los promotores, los resultados de identificación y crédito, entre otros). Del mismo, como se ha visto en el último año, las plataformas están expuestas a ataques por parte de hackers.

Del mismo modo, el riesgo de lavado de activos podría mitigarse a través de la aplicación supletoria de las normas aplicables al sistema de prevención de lavado de activos y lucha contra el terrorismo.

- Por el lado de los inversionistas, estos también están expuestos a una serie de riesgos financieros al momento de invertir. En primer lugar, el riesgo inherente a esta actividad es el riesgo de crédito.

Esto se relaciona con al menos dos factores: (i) la información que la plataforma ofrece a los potenciales inversores antes de las inversionistas y (ii) la capacidad de los inversionistas para identificar correctamente a los deudores y poder realizar adecuadas proyecciones. En este sentido, algunas jurisdicciones incluyen sistemas garantías que permiten para cubrir parcialmente este riesgo. Sin embargo, estos fondos de garantía podrían crear incentivos adversos a reducir la proyección por los inversores. Finalmente, un riesgo menos evidente en países de la región dado que en América Latina no hay mercados secundarios para este tipo de créditos, existiría un riesgo de iliquidez también.

Habiendo dicho esto, consideramos pertinente mostrar una matriz de los principales identificados y en qué medida la regulación es capaz de mitigar dichos riesgos, atendiendo el público objetivo al que se dirige esta herramienta nueva de financiamiento (las MIPYME).



	MATERIA	RIESGO IDENTIFICADO	MITIGANTE	¿A TRAVÉS DE LA REGULACIÓN?
1.1.	Riesgo de Incumplimiento	<p>Este riesgo consiste en el potencial incumplimiento del prestatario de cualquiera de las obligaciones que asume.</p> <p>Este riesgo se presenta por la ausencia de información crediticia pública de los deudores y por la breve experiencia de plataformas electrónicas.</p>	<p>El mitigante puede consistir en la imposición de límites en cuanto a los montos que se pueden prestar o los montos que se pueden requerir en préstamo.</p> <p>Puede ser un criterio objetivo para poder imponer penalidades o para poder establecer infracciones.</p> <p>El límite permite limitar la exposición al riesgo del acreedor.</p>	<p>Sí, dado que si regulatoriamente no se incluyen límites, cualquier entidad podría recibir cualquier monto así como cualquier persona podría prestar cualquier monto. Ello generaría que el riesgo se materializara.</p>
1.2.	Riesgo sistémico	<p>El término "riesgo sistémico" es un uso generalizado, pero pobremente entendido. El riesgo sistémico generalmente se refiere a la probabilidad de que los impactos económicos en un sector del sistema financiero pueden conducir a impactos en otros sectores de dicho sistema.</p> <p>Una entidad presenta un alto nivel de riesgo sistémico cuando es capaz de transmitir el impacto que</p>	<p>Imposición de límites en cuanto a los montos que se pueden prestar o los montos que se pueden requerir en préstamo.</p>	<p>Sí, dado que, de manera similar a lo que actualmente ocurre en el sector financiero, podría incluso proponerse una regulación en función a los riesgos de cada plataforma.</p>

MATERIA	RIESGO IDENTIFICADO	MITIGANTE	¿A TRAVÉS DE LA REGULACIÓN?
		recibe a otras entidades.	
1.3.	Riesgo de mercado	La industria en la que se desenvuelven los prestatarios puede estar sujeta a ciertos riesgos.	Se permite que se participe en más de una industria y mediante el otorgamiento de préstamos a más de un prestatario, siempre con ciertos límites. No necesariamente. La diversificación es un objetivo al que deberían apuntar las plataformas. Sin embargo, el nivel de riesgo que asumen los inversionistas es decisión exclusiva. Lo único que se requiere es información sobre los agentes que participen en la plataforma.
1.4.	Altos costos de transacción	El modelo de <i>crowdlending</i> reduce los mismos por cuanto conecta de forma directa a agentes superavitarios con agentes deficitarios (desintermediación financiera).	Este factor es relevante. Esta es una externalidad que la regulación pretende corregir por cuanto este modelo permite que se conecten ambos tipos de agente. Sí, dado que permiten que se desarrolle un negocio que reduce los costos de transacción de tener entidades financieras en la figura completa. Cabe señalar que permite reducir estos costos, mitigando los riesgos propios del concepto de <i>crowdlending</i> .
1.5.	Riesgo operativo y de	La plataforma puede colapsar debido a	Este es uno de los principales riesgos Sí, dado que no exigir condiciones mínimas,

MATERIA	RIESGO IDENTIFICADO	MITIGANTE	¿A TRAVÉS DE LA REGULACIÓN?
	<p>ciberseguridad</p>	<p>problemas con el sistema, controles, redes o infraestructura. Debido a la falta de regulación sobre mecanismos de resolución o los testamentos en vida ("<i>living wills</i>") este riesgo es importante para el funcionamiento del modelo de negocio.</p> <p>En adición a ello, es necesario considerar los ataques de diversos agentes en Internet.</p>	<p>de esta figura.</p> <p>En ese sentido, es relevante que (i) se exijan condiciones técnicas mínimas para el funcionamiento de la plataforma y que; (ii) estas plataformas asuman responsabilidad por fallas operativas que generen perjuicios en los agentes que participan en la misma.</p> <p>cualquier plataforma operaría bajo cualquier estándar. Todo ello tiene como fin último la protección del usuario.</p>
1.6.	<p>Riesgo de lavado de activos</p>	<p>La identidad de los participantes así como el origen de los fondos son aspectos difíciles de conocer sin contar con un mecanismo de identificación electrónica.</p> <p>Este es otro de los riesgos principales de la figura del <i>crowdlending</i>.</p>	<p>El mitigante consistiría en la implementación de un sistema de prevención de lavado de activos, encaminado a detectar cualquier operación sospechosa.</p> <p>Debería también requerirse que las operaciones que se realicen puedan utilizar el sistema financiero local o el sistema financiero en los que operen bancos de primera categoría.</p> <p>Sí, dado que se necesita que el sistema tenga requerimientos mínimos que permitan (i) prevenir cualquier delito relacionado a lavado de activos y; (ii) detectar cualquier operación sospechosa que pretenda realizarse a través de las plataformas.</p>

	MATERIA	RIESGO IDENTIFICADO	MITIGANTE	¿A TRAVÉS DE LA REGULACIÓN?
1.7.	Riesgo de crédito	<p>Los inversionistas asumen distintos riesgos, siendo el principal de ellos, el riesgo de crédito de la contraparte, considerando además que lo usual en este tipo de financiamiento es la ausencia de garantías.</p> <p>Este riesgo está definido como la probabilidad de pérdida de todo o parte del monto de capital invertido.</p> <p>En el modelo de préstamos, este riesgo está vinculado a dos (2) factores: (a) la información que proporciona la plataforma antes de la inversión y; (b) la habilidad de los inversionistas de identificar a los “buenos deudores”.</p>	<p>El mitigante consiste en que, sin adoptar la decisión del inversionista, éste cuente con la información necesaria para realizar una inversión determinada.</p>	<p>Sí, dado que se necesita que el sistema tenga requerimientos mínimos que permitan mantener informado al inversionista sobre los riesgos de su contraparte.</p>
1.8.	Riesgo de liquidez	<p>Dado que no existe un mercado secundario para los préstamos que se otorgan a través de la plataforma, los inversionistas pueden</p>	<p>El mitigante consistiría en que se cree un mercado secundario de créditos a través de plataformas.</p> <p>Sería conveniente que dichas plataformas operen para condiciones</p>	<p>Sí, dado que la regulación garantiza que aquellas plataformas reguladas cumplen con los requerimientos mínimos exigidos por el regulador</p>

MATERIA	RIESGO IDENTIFICADO	MITIGANTE	¿A TRAVÉS DE LA REGULACIÓN?
		<p>enfrentar problemas de liquidez al tratar de salir de la inversión.</p> <p>Aún cuando hay otros inversionistas a tomar la posición contractual del inversionista prestamista inicial, no existe un mercado secundario formal.</p>	<p>de estándar similar.</p> <p>correspondiente.</p>
1.9.	Riesgo de asimetría de información	<p>Hemos señalado que los inversionistas pueden no tener el conocimiento o la experiencia de identificar a los “buenos deudores”, lo que a su vez crea un problema de selección adversa.</p> <p>Los efectos de la situación de asimetría de la información pueden multiplicarse en un número mayor de inversionistas dado que el primer fondeo de un proyecto es una señal de lo que percibe el mercado respecto de dicho</p>	<p>El mitigante consiste en que, sin adoptar la decisión del inversionista, éste cuente con la información necesaria para realizar una inversión determinada.</p> <p>El mismo deudor podría incluso proporcionar mayor información, con la finalidad de tener mayores inversionistas que estén dispuestos a prestarle.</p> <p>Sí, de lo contrario existirían diferencias materiales entre las distintas plataforma que operan en el mercado.</p> <p>El inversionista no tendría una garantía mínima en cuanto a la información que recibe.</p>

	MATERIA	RIESGO IDENTIFICADO	MITIGANTE	¿A TRAVÉS DE LA REGULACIÓN?
		<p>mercado.</p> <p>Del mismo modo, se da un supuesto de asimetría de la información porque no se tiene seguridad sobre el destino de los fondos ni otra información relevante del deudor.</p>		
1.10.	Riesgo de fraude	<p>Este riesgo se materializa cuando no existe mayor información sobre el deudor o los proyectos que busca financiar son anónimos. Si a ello se suma el hecho de que los mecanismos de identificación no funcionan o no existen, el riesgo de fraude puede ser material para los inversionistas.</p>	<p>El mitigante es que se proporcione determinada información que permita al inversionista construir un perfil crediticio adecuado del prestatario.</p>	<p>Sí, ver respuesta detallada en el numeral 1.9 anterior.</p>

Los riesgos descritos permiten evidenciar que la regulación, conforme sea propuesta en la Sección IV del presente documento, constituye una herramienta que podría mitigar los riesgos propios de la figura del *crowdlending*. Debería tratarse de una regulación impulsadora (en el marco de un paquete normativo que incluya incentivos tributarios, un “proyecto piloto”, entre otros), de acuerdo con lo que explicaremos en la sección tercera siguiente.

En efecto, reiteramos que no consideramos que exista intermediación financiera (conforme se explicará más adelante) pero el tipo de servicio prestado involucra diversos intereses, por lo que se debería regular dicha figura. Sin embargo, sí existe un objetivo que debe ser adecuadamente enfocado en la propuesta regulatoria que se formule. Cabe señalar que cualquiera sea el modelo que una plataforma de créditos adopte, es necesario que la regulación no se convierta en un obstáculo o en un agente que desincentive de este tipo de iniciativas en el Perú.

En las siguientes secciones se mostrarán las finalidades de la regulación en materia financiera y los lineamientos que consideramos deben seguirse ante una propuesta regulatoria en el Perú para este tipo de actividades económicas, sin dejar de lado que la idea es que el *crowdlending* constituya una alternativa de financiamiento real para las MIPYME.

De acuerdo a lo que hemos adelantado anteriormente, los distintos modelos de negocio de *crowdlending* involucran canalizar fondos de muchos prestamistas que no son entidades financieras (generalmente, personas naturales) a favor de MIPYME en forma de préstamos. Si bien en la actualidad la principal discusión sobre la figura recae en el hecho de determinar si estamos o no en un supuesto de colección de fondos del público, en el caso peruano, atendiendo a la modalidad descrita en este documento, no necesariamente será la principal preocupación de todos los intervinientes. Lo ideal es que el marco reglamentario sea uno competitivo para este tipo de plataformas, lo que a su vez fomente el desarrollo de varios modelos de negocio innovadores, sin barreras de entrada que resulten innecesarias.

De manera interesante, Herrera (2016) muestra ciertas estadísticas que evidencian lo que pensaban las plataformas con relación a la regulación en el año 2015.

Herrera (2016) continúa mencionando que, a la pregunta de qué pensaban sobre la perspectiva sobre la regulación de este tipo de plataformas, existía un aparente consenso sobre la inexistencia de reglamentos específicos en una muestra de países conformada por Argentina, Brasil, Chile y México. Sin embargo, la necesidad específica de regulación no es tan evidente para las plataformas consultadas. Por ejemplo, plataformas de Brasil (56%), Argentina (33%) y México (33%) consideran que no existe ninguna regulación específica y creían que es necesario. Por otra parte, en Chile (100% de las plataformas) creía que el *crowdfunding* no era una actividad legal, opuestamente a lo que se sostenía en Argentina (67%), México (33%) y Brasil (13%). El 19% de las plataformas considera que la regulación es muy estricta mientras que el 13% cree que la regulación es adecuada.

Habiendo descrito los beneficios y riesgos del *crowdlending* consideramos que sí resulta conveniente que se regule esta figura, con la finalidad de que (i) con relación a los prestatarios, esta nueva fuente de financiamiento sea una accesible pero que a su vez contenga las provisiones necesarias que mitiguen los riesgos de las MIPYME; (ii) con relación a la plataforma, proponer ciertas acciones regulatorias mitigantes de riesgos que permitan generar un entorno competitivo para el desarrollo de otras plataformas y; (iii) en relación a los prestamistas, que se definan claramente las obligaciones y derechos de cada una de partes y los mecanismos suficientes para ejercer sus derechos a través de ciertos lineamientos de protección al usuario de estas plataformas.

Cabe señalar que la falta de regulación crea espacios para el arbitraje regulatorio, posibles abusos de clientes y líneas grises (falta de claridad para todos los agentes que actúan en el mercado), entre otros daños potenciales a un mercado prometedor. Por otra parte, en muchos casos, los inversionistas potenciales no entrarán en el negocio sino hasta que las reglas sean claras.

III. ¿CÓMO PRESENTAR UNA PROPUESTA DE REGULACIÓN PARA QUE EL CROWDLENDING FUNCIONE COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO DE LAS MICRO, PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS?

1. Principios de la regulación en el sistema financiero

A efectos de presentar una propuesta regulatoria, es necesario sentar las bases generales de la regulación del sistema financiero.

Al respecto, Vodanovic (2012) señala que los mercados financieros se regulan por diversos propósitos, dentro de los cuales se encuentran:

- a) Aspectos de competencia: que tienen por objeto controlar el acceso al mercado y cuidar la libre y leal competencia entre los agentes participantes.*
- b) Prevención del riesgo sistémico: a través de herramientas tales como una adecuada gestión de este riesgo y requerimientos de capital para las entidades financieras.*
- c) Integridad de los mercados: mediante el cual se pretende cuidar la confianza en los mercados financieros y la licitud de las operaciones que se realizan en ellos, evitando que estos mercados sirvan para llevar a cabo operaciones delictivas tales como el lavado de activos o el financiamiento del terrorismo.*
- d) Costos de agencia: las normas de conducta en los negocios tienen por objeto corregir esta falla de mercado y proteger al consumidor financiero para que pueda confiar en los productos y servicios que contrata.”*

Del mismo modo, la autora antes señalada “sostiene que la regulación financiera es necesaria para corregir las fallas que son propias de estos mercados, entre ellas las externalidades (como el riesgo sistémico), la asimetría informativa entre agentes y usuarios, los costos de agencia y la competencia”.

Por su parte, Goodhart indica que dado el nivel de profesionalismo e institucionalidad de los bancos, la evaluación de los riesgos del negocio corresponde a los bancos y no a los reguladores. Sin perjuicio, cabría analizar qué ocurre cuando dichos riesgos tienen un impacto material en el interés general o en el interés público. El autor menciona que el principio antes referido permite mencionar dos de las tres razones teóricas para la regulación y supervisión: las externalidades y la protección de consumidores no profesionales de servicios bancarios (información asimétrica).

En efecto, conforme a lo señalado por Vodanovic (2012) “(corregir las fallas que son propias de estos mercados) es el fundamento clásico de la regulación financiera”. Sobre dicha base, Vodanovic (2012) señala que “los reguladores habían supuesto que: (i) los actores en los mercados iban a ser racionales; (ii) el mercado tenía fallas identificables y corregibles; (iii) si existía información suficiente, era posible lograr un equilibrio de mercado entre la oferta y la demanda; (iv) los riesgos presentes en los mercados financieros eran identificables y manejables”.

Sin perjuicio de ello, como es común, la ocurrencia de un evento extraordinario es la oportunidad para repensar las bases que se asumían como verdaderas. Es el caso de la última crisis financiera que ha permitido que los reguladores reformulen muchas de las premisas iniciales.

En ese sentido, los denominados Principios de Basilea (2011) son definidos como “*las normas mínimas de facto para la correcta regulación y supervisión prudencial de bancos y sistemas bancarios*”. Desde su publicación (en el año 1997 por parte del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea), dichos principios han servido como un referente objetivo que permite a los supervisores evaluar y medir la calidad de los sistemas que implementan los referidos supervisores así como identificar aquellos mecanismos que les permitirán alcanzar aquellos niveles que corresponden a las mejores prácticas en materia de regulación.

Dichos Principios Básicos también son utilizados (con ciertos ajustes en las finalidades descritas anteriormente) por “el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial en su programa de evaluación del sector

financiero para comprobar la eficacia de los sistemas y prácticas de supervisión bancaria en los distintos países”.

En efecto, estos principios son actualizados y reformados en función a la evolución del sistema y de los mercados en general. A manera de ejemplo, los Principios de Basilea II tenían un enfoque distinto de aquel presentado al amparo de los Principios de Basilea III.

Vodanovic (2012) señala que “antes de la crisis el objetivo de la estabilidad se focalizaba en las firmas individuales pues se partía de la premisa de que manteniendo la solvencia de cada una de las instituciones financieras se podía garantizar la estabilidad del sistema en su conjunto”. En esa medida, el enfoque estaba encaminado a establecer todas las reglas necesarias para garantizar la solvencia de, al menos, las entidades sistémicas. Luego de la crisis dicho enfoque ha variado.

Así, el nuevo enfoque se centra en una supervisión basada en riesgos (Guerrero, Pereira, 2011). Al amparo de este concepto, *“la regulación se aplica considerando que cada institución tiene su propio perfil de riesgo, según sus actividades y circunstancias específicas, lo que exige una estrategia de supervisión diferente en función de los riesgos particulares a los que la institución supervisada está expuesta, del funcionamiento del sistema de administración integral de riesgos adoptado y, en particular, de la efectividad de los controles utilizados, de modo de asignar la carga de supervisión en función de la situación y del riesgo de cada institución financiera, para lo cual se las diferencia por tipo de entidad y por nicho de mercado”* (Guerrero, Pereira, 2011).

En esa medida, habiendo definido ello, el supervisor puede establecer una serie de medidas correctivas y preventivas que sean eficaces y que permitan cumplir con los objetivos de contar con un marco normativo general.

Habiendo dicho esto, en la actualidad, el sector financiero se ve envuelto en una transformación integral en cuanto a la digitalización de sus productos y la entrada de agentes nuevos e innovadores. En ese escenario, el regulador tiene nuevos retos de crear un marco regulatorio lo

suficientemente fuerte pero no asfixiante para aquellos actores que quieran participar de este proceso de transformación digital. Así, estas innovaciones deben ser analizadas con sus particularidades así como el objetivo o la población que estarían atendiendo (tales como las MIPYME), por lo que se debe facilitar el acceso y la utilización de los múltiples servicios financieros ofrecidos actualmente a empresas e individuos.

En línea con lo señalado anteriormente, la inexistencia de marcos regulatorios adecuados puede ser contraproducente para el desarrollo de un sector específico, impulsando que operen en otros mercados o en el extranjero (donde existe algún punto de mayor certidumbre sobre la figura jurídica).

Sin perjuicio de que existen principios financieros que sustentan la regulación del sector, considero conveniente mencionar un concepto relevante en el desarrollo de nuevos productos financieros: la confianza. Regresando a la definición original de “crédito”, la confianza es el principal activo por el que debe preocuparse el regulador. Los consumidores deben confiar en que el producto que se ofrece es uno que cuenta con las seguridades suficientes para que pueda ser desarrollado en el mercado. Cabe resaltar que ello no debe implicar, bajo ningún supuesto, que el regulador garantice de una u otra manera la devolución de los fondos o un rendimiento específico, tratándose de inversiones.

Para concluir esta sección, es necesario tomar en cuenta que las bases sobre las que se había estructurado una regulación del sistema financiero han cambiado. En ese sentido, atendiendo a las necesidades actuales del mercado, el órgano regulador no puede permanecer indiferente, asumiendo una supervisión basada en riesgos, atendiendo a un objetivo que se pretende alcanzar (conforme se detallará en el numeral 3.2. siguiente) y analizando la actividad específica que se desarrolla (que en efecto no es la misma que la actividad bancaria), se puede proponer un marco regulatorio para empresas (plataformas) que participen en el *crowdlending*.

2. ¿El ahorro público como objetivo de la regulación?

Con la finalidad de presentar una propuesta regulatoria coherente, resulta pertinente analizar qué busca lograr el regulador al proponer reglas regulatorias para el desarrollo del *crowdlending* y, cuáles son los principios que están detrás de dicho objetivo. Hemos señalado que hay ciertos riesgos propios de dichas plataformas. Sin embargo, de cara a la regulación financiera, cabe preguntarse ¿el *crowdlending* se regula porque hay un interés público mayor (ahorro público), se regula en el marco de la promoción de la actividad económica del país o porque se busca alcanzar la estabilidad del sistema financiero? En caso exista más de un principio constitucional detrás de dichos cuestionamientos ¿cuál debe prevalecer y por qué?

Para descartar o confirmar que el objetivo que pretende alcanzar la regulación propuesta es la protección del ahorro público conviene analizar determinadas disposiciones constitucionales relacionadas al ahorro público y al fomento de la actividad empresarial.

De un lado, el artículo 87º de la Constitución Política del Perú de 1993 señala lo siguiente:

“Artículo 87.- El Estado fomenta y garantiza el ahorro. La ley establece las obligaciones y los límites de las empresas que reciben ahorros del público, así como el modo y los alcances de dicha garantía.” (El subrayado es nuestro)

Se complementa dicho artículo, precisando que la regulación bancaria debe estar encaminada a cuidar las obligaciones y limitaciones de las empresas que reciben recursos del público, garantizando además la autonomía e independencia de la SBS.

Según Jiménez (2014), los aspectos identificados constituyen base legal por excelencia de la protección de los recursos del público depositados en las instituciones financieras.

En efecto, la garantía que se propone en la Constitución es de tal naturaleza que involucra una protección distinta a la de cualquier otra inversión que realicen las personas. Dicho en otras palabras: existe un

riesgo reducido tratándose de la cobertura de los ahorros del público, ello gracias a la figura del Fondo de Seguro de Depósitos. En esa medida, la regulación bancaria, mediante la creación e implementación de esta figura, garantiza al público que, ante la ocurrencia de cualquier evento que ponga en riesgo el retorno de sus ahorros depositados en entidades que, debidamente autorizadas por la SBS, se le devolverá al público hasta un monto determinado de sus ahorros. Dicho monto es actualizado con una periodicidad trimestral. En ese sentido, esta garantía aplica únicamente para aquellos fondos depositados en entidades debidamente autorizadas por la SBS para captar fondos del público.

Esta es, quizá, la principal diferencia entre el ahorro del público y las inversiones en general que realizan las personas, toda vez que cualquier monto adicional invertido fuera del alcance señalado en el párrafo precedente no se encuentra cubierto por el Fondo de Seguro de Depósitos. Sin perjuicio de esta diferencia objetiva en cuanto a nivel de protección, la línea entre ambos conceptos “ahorro” e “inversión” es bastante tenue y es posible afirmar que la inversión es una modalidad de ahorro de las personas también.

En línea con lo señalado anteriormente, la regulación bancaria es bastante estricta con la finalidad de asegurar la recuperación de los depósitos de las personas o al menos para reducir los riesgos de perderlos. Sin embargo, es relevante llamar la atención en que la regulación bancaria enfocada en este aspecto (captación de recursos del público) debe ser estricta, mas no todas las actividades que impliquen manejo de inversiones de las personas. Nos explicamos. Los requisitos detallados y específicos (tal vez bastante estrictos) cobran su razón de ser en tanto el *core* de la actividad bancaria se ubica en la captación de recursos del público, lo que no ocurre con todas las actividades del sistema financiero en general, como podría ser el *crowdfunding*. Mencionamos este aspecto por cuanto resulta pertinente considerar esta distinción al momento de presentar una propuesta regulatoria que se enfoque en la actividad que una determinada persona pretende ejecutar.

De otro lado, el artículo 59º de la Constitución Política del Perú de 1993 señala lo siguiente:

“Artículo 59.- El Estado estimula la creación de riqueza y garantiza la libertad de trabajo y **la libertad de empresa, comercio e industria.** El ejercicio de estas libertades no debe ser lesivo a la moral, ni a la salud, ni a la seguridad públicas. El Estado brinda oportunidades de superación a los sectores que sufren cualquier desigualdad; en tal sentido, **promueve las pequeñas empresas en todas sus modalidades.**” (El subrayado es nuestro)

De este artículo es pertinente destacar dos (2) conceptos: la libertad de empresa y la promoción de pequeñas empresas en las distintas modalidades.

En cuanto a la libertad de empresa, el Tribunal Constitucional (2005) señala que “*el contenido de la libertad de empresa está determinado por cuatro tipos de libertades, las cuales terminan configurando el ámbito de irradiación de la protección de tal derecho.*”

- *En primer lugar, la libertad de creación de empresa y de acceso al mercado significa libertad para emprender actividades económicas, en el sentido de libre fundación de empresas y concurrencia al mercado.*
- *En segundo término, la libertad de organización contiene la libre elección del objeto, nombre, domicilio, tipo de empresa o de sociedad mercantil, facultades a los administradores, políticas de precios, créditos y seguros, contratación de personal y política publicitaria, entre otros.*
- *En tercer lugar, está la libertad de competencia.*
- *En último término, la libertad para cesar las actividades es libertad, para quien haya creado una empresa, de disponer el cierre o cesación de las actividades de la misma cuando lo considere más oportuno.”*

Del mismo modo, completando el concepto de libertad de empresa, las libertades de comercio y de industria son acepciones que deben considerarse. Por su parte, la libertad de empresa alude a la facultad de elegir la organización y desarrollar una actividad empresarial determinada.

De otro lado, el Tribunal Constitucional (2005) señala que la libertad de industria se define como aquella “facultad de elegir y obrar, según propia determinación, en el ámbito de la actividad económica”; esto es, elegir el sector en el que se desea desarrollar la actividad empresarial de acuerdo a la libertad de empresa anteriormente definida.

A manera de resumen, la libertad de empresa impulsa constantemente a que se creen nuevas alternativas de negocio y que éstos tengan las características necesarias establecidas por los propietarios de los negocios, siempre que no se vulneren otros derechos constitucionales.

Por otro lado, se alude de forma expresa a la protección de aquellas entidades que pueden encontrarse en situación de desventaja respecto de otras entidades en el mismo mercado. Así, atendiendo a las características de este tipo de empresas, se ha reconocido el principio constitucional de promover a las pequeñas empresas. Es relevante tomar en cuenta que dicha referencia a pequeñas empresas debe tomar como un ejemplo y no como una delimitación específica del alcance de la protección estatal. Entendemos que el artículo en cuestión está encaminado, en general, a brindar protección a cualquier sector minoritario que pueda encontrarse en una situación de desventaja respecto de sus similares. El segundo concepto está encaminado al fomento de las pequeñas empresas en todas sus modalidades. Es decir, las políticas o lineamientos que establezca el legislador o el regulador deberían estar encaminados a que las empresas de esta naturaleza puedan tener oportunidades de superación que contribuyan con su desarrollo y por ende con la economía local.

Del mismo modo, como se ha establecido en la sección precedente, la regulación financiera responde a determinados objetivos:

- Estabilidad del Sistema Financiero: este objetivo busca proteger las externalidades positivas y evitar las externalidades negativas. Este objetivo se podría alcanzar mediante el establecimiento de una regulación prudencial.

Para el caso específico del *crowdlending*, la regulación prudencial recaería en la plataforma electrónica que es la que presta servicios de índole financiera.

- Proteger el ahorro público: este objetivo busca mejorar la eficiencia del funcionamiento del mercado financiero. Este mayor objetivo se alcanza mediante la implementación de una serie de medidas de supervisión y regulación y el fomento de la figura del Fondo de Seguro de Depósitos.

Para el caso específico del *crowdlending*, no se busca incorporar la figura del Fondo de Seguro de Depósitos.

- Protección al consumidor: lo que se busca es corregir fallas de mercado, estableciendo ciertas reglas de conducta de mercado.

Para el caso específico del *crowdlending*, se pretende proteger al consumidor financiero mediante la regulación de la entrega o revelación de información adecuada que le permita adoptar una decisión de inversión debidamente informada.

Habiendo definido los conceptos constitucionales y los objetivos de la regulación financiera, con la finalidad de proponer una regulación adecuada al *crowdlending* deben considerarse (i) como objetivos de la regulación la estabilidad del sistema financiero y la protección del consumidor financiero y; (ii) como principio constitucional que sustenta dichos objetivos la libertad de empresa regulada por la Constitución, considerando los distintos enfoques descritos en los párrafos precedentes (lo que incluye también la promoción de las pequeñas empresas). En ese sentido, siempre que no exista una prohibición expresa para desarrollar una actividad específica (dados los riesgos que pueda representar) ésta puede ser desarrollada siempre en línea con el fomento permanente del Estado de distintas industrias. Resulta necesario leer dicha libertad con la protección de un sector que, usualmente, no tiene un acceso fácil y barato a las fuentes tradicionales de financiamiento. Por ello, la regulación a proponerse no debe equiparse a la regulación de, por ejemplo, un banco, dado que los objetivos son distintos en uno y otro caso. El *crowdlending* no

es una actividad bancaria y atendiendo a sus diferencias evidentes con la actividad bancaria debe ser regulado de manera específica.

En ese sentido, y en aplicación de la definición antes descrita, correspondería analizar la afectación del principio de protección del ahorro público. Como hemos descrito más adelante, más que afectación de un principio versus el otro, de lo que se trata de es elegir uno de ellos para legislar en función del objetivo que se busca alcanzar.

En el caso concreto, se busca generar una alternativa de financiamiento para un sector, usualmente desatendido por la banca tradicional. Sin perjuicio de que esa es la finalidad propuesta en el presente trabajo, ello no se impide que parte de los lineamientos que se proponen también están encaminados a garantizar o corregir fallas del mercado (tales como la asimetría de información), que a su vez retorna en el hecho de que las personas tomen decisiones de inversión debidamente informadas. En esa medida, indirectamente, existe una protección adicional al ahorro de las personas, siempre con miras a la finalidad principal de la propuesta presente: generar una alternativa de financiamiento para las MIPYME.

3. Definición de las tendencias regulatorias actuales

Hemos descrito de forma general los principios regulatorios aplicables para el sistema financiero y hemos delimitado los objetivos que debería buscar alcanzar la regulación del *crowdlending*, así como los principios constitucionales que lo sustentan. Atendiendo a diversos principios regulatorios de las diferentes jurisdicciones, la figura del *crowdlending* ha sido regulada o no regulada en diversos países. Dichas regulaciones tienen ciertas particularidades que consideramos pertinente describir.

De la revisión de la literatura correspondiente, se han identificado las siguientes tendencias regulatorias en relación al *crowdlending*, sobre las cuales IOSCO (2015), ha realizado la siguiente estadística:

Gráfico 5 – Tendencias Regulatorias



FUENTE: IOSCO (2015)

a. **Prohibición de la actividad del *crowdfunding***

En diversos países se había prohibido esta figura. Según la URF (2016), algunos países que inicialmente tenían prohibida la actividad, han ido cambiando su postura inicial hacia una flexibilización de la normativa.

Cabe señalar que no es el caso de Perú. Destacamos que la falta de regulación no es lo mismo que la prohibición de la figura. Ahora, sin perjuicio de ello, es relevante mencionar que se ha establecido como delito la captación masiva de ahorros del público en el artículo 246º del Código Penal (aprobado por Decreto Legislativo No. 635):

“Instituciones financieras ilegales

Artículo 246.- El que, por cuenta propia o ajena, se dedica *directa o indirectamente a la captación habitual de recursos del público, bajo la forma de depósito, mutuo o cualquier modalidad, sin contar con permiso de la autoridad competente, será reprimido con pena privativa de libertad no menor de tres ni mayor de seis años y con ciento ochenta a trescientos sesenticinco días-multa.*

Si para dichos fines el agente hace uso de los medios de comunicación social, será reprimido con pena privativa de libertad no menor de cuatro ni mayor de ocho años y con ciento ochenta a trescientos sesenticinco días-multa.” (El subrayado es nuestro)

En esa medida, siempre que las plataformas no se encuentren en el supuesto antes señalado, podría señalarse que no existe una prohibición expresa para el caso de Perú.

Sin embargo, el avance y crecimiento de esta modalidad de financiamiento ha sido tal que incluso, algunos países que inicialmente tenían prohibida la actividad, han ido cambiando su postura inicial hacia una flexibilización de la normativa (que podría ser lo más rápido ante una industria que ya existe y cuyo desarrollo es innegable).

Como señala la URF (2016), un ejemplo de lo señalado anteriormente es el caso de Japón, que en mayo de 2014 dio el paso hacia la regulación de esta actividad mediante la sanción de la ley sobre mercados financieros y de capitales. Del mismo modo, México que según la encuesta de IOSCO de 2015 se encuentra entre los países que optaron por no regular, en 2014 recibió del FOMIN un diagnóstico sobre posibles oportunidades de reglamentar el *crowdfunding*. Según la Asociación de Plataformas de Fondeo Colectivo (Afico), la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) se ha aproximado de forma institucional a Afico para entender los modelos y obtener información que le permita emitir una regulación específica de la actividad. Sin embargo, los avances regulatorios evidencian que la realidad siempre supera cualquier expectativa. En marzo del 2018 se aprobó en México la Ley para regular las Instituciones de Tecnología Financiera.

Consideramos que la prohibición de una actividad como la descrita en el presente documento podría resultar contraproducente porque se estarían reduciendo alternativas de financiamiento y oportunidades de crecimiento para personas o entidades que no

podrían acceder a la banca tradicional. Indirectamente, podría tener como efecto contraproducente que no se cumplan los objetivos de la inclusión financiera, que es en la actualidad, en los países de la región, uno de los principales objetivos de la regulación microfinanciera.

b. Regulación específica del *crowdlending*

Bajo este enfoque se establece que el *crowdlending* es una actividad financiera (no necesariamente califica como intermediación financiera, al amparo de lo señalado en la Ley de Bancos del Perú) que amerita la inclusión en el ordenamiento jurídico en atención a los riesgos que importa la actividad en el sistema y al bien que busca protegerse, se reconoce a las plataformas como intermediarios y se definen reglas y deberes para todas las partes involucradas, entre otros.

Cabe señalar que es interesante que dentro de este enfoque podamos encontrar diferentes acepciones. Es decir, la regulación específica varía en función a si a la plataforma se le considera como un “agente de intermediación” o si se le considera como un “banco”. Al respecto:

a. Regulado como intermediario

En este caso, se considera que se presta un servicio financiero (consistente en la administración de la plataforma electrónica) que no califica como intermediación financiera pero que por el riesgo que puede involucrar y los inversionistas a los que está dirigido, amerita que el regulador local aplique una serie de obligaciones y exigencias que permitan mitigar los riesgos que esta actividad genera.

b. Regulado como banco

En este caso se considera a la plataforma como un banco y por ende estará sujeto a las obligaciones establecidas a un banco, atendiendo a la naturaleza particular del negocio. Es decir, se le imponen las mismas obligaciones que a un banco pero con ciertos ajustes atendiendo la forma en la que opera y el público objetivo del mismo.

Particularmente considero que de optar por esta tendencia, deberíamos concentrarnos en la alternativa descrita en el literal (a) anterior considerando que (i) bajo la modalidad propuesta en este documento, la plataforma actúa como una suerte de “agente” y el riesgo no es asumido por dicho agente sino por los participantes de la plataforma (i.e. prestamistas y prestatarios); (ii) sí existen riesgos de este tipo de servicio, pero no son los mismos que los de un banco y en ese entendido y, por ende, es claro que no se le deberían aplicar las mismas regulaciones (ya hemos descrito que existen dos bienes jurídicos protegidos en ambos supuestos); y, (iii) la regulación debe encontrar un equilibrio entre que se permita mitigar el riesgo detectado y se alcance una finalidad específica, pero que no se limite o desincentive la participación en este tipo de esquemas colectivos.

c. Ajustes a las regulaciones vigentes para permitir el *crowdfunding*

Dada la rapidez del crecimiento de esta industria, ciertas jurisdicciones (tales como las descritas en el gráfico presentado en esta sección) han optado por realizar excepciones a normas ya existentes para facilitar el acceso de las MIPYMES a este segmento. Al respecto, podríamos hacer el símil con lo que tenemos actualmente para el MAV (únicamente haciendo referencia al financiamiento a través del mercado de capitales). Bajo dicho sistema, las reglas generales están sometidas a ciertas excepciones que incentiven la participación de las PYMES en el mercado de capitales.

Nos permitimos hacer una breve referencia en cuanto a tener especial cuidado con regímenes como los descritos. Las regulaciones que tienen excepciones deben cuidar que se mantenga una coherencia entre las diversas normas que regulan una figura en particular con la finalidad de evitar que existan contradicciones y que por ende la propuesta regulatoria no tenga éxito. Así, Lovera (2017) señala que el empleo de la fuente de financiamiento (MAV) representa barreras que desincentivan al mediano empresario, tales como: altos costos de estructuración, tiempo de preparación, divulgación de la información, modificaciones en la gestión, entre otros.

Consideramos que esta tendencia puede ser de naturaleza temporal dado que si la actividad de *crowdlending* sigue desarrollándose como se espera, ello ameritará una regulación específica de la figura. La alternativa propuesta en esta sección responde a atender una necesidad de mercado de manera urgente pero, nuevamente, la tendencia es la de la regulación específica de este esquema de financiamiento colectivo.

d. No regulación

A la fecha, como es el caso de Perú, hay ciertos países que no han regulado el *crowdfunding* (en cualquiera de sus modalidades). En ese sentido, en estos países se espera que la actividad se adapte a las normas ya existentes.

De igual forma que lo descrito anteriormente, consideramos que este enfoque regulatorio tiene una naturaleza temporal. En la medida que la figura empiece a desarrollarse (como está ocurriendo a nivel mundial) la tendencia regulatoria será modificada.

Sin perjuicio de lo señalado, el cuadro muestra en esta sección países que inicialmente optaron por no regular la figura, pero que a la fecha se encuentran en proceso de establecer el marco normativo adecuado para el *crowdfunding*.

4. Tendencias regulatorias por país

Si bien las tendencias regulatorias en la sección 3.3 son generales, en la presente sección identificaremos la regulación por país para cubrir las antes señaladas, tomando en cuenta un factor de conexión. En ese sentido, atendiendo a que el presente documento está enfocado al segmento de las MIPYME, consideramos pertinente que se tome como factor de conexión el ambiente regulatorio para las microfinanzas en los países analizados.

Para dichos efectos, hemos tomado en cuenta dos indicadores: *Microfinance Barometer 2016* y el *Global Microscope 2016*. Cabe señalar que desde el 2010, el *Microfinance Barometer* presenta anualmente las principales tendencias en el sector de las microfinanzas y da más visibilidad a las iniciativas de microfinanciación de alto impacto social. Del mismo modo, el *Global Microscope 2016* es una publicación que analiza el entorno regulatorio e institucional (a nivel de reguladores) de determinados países a efectos de medir el grado de inclusión financiera. En ese análisis, examina el ambiente institucional así como las políticas públicas que se han implementado con la finalidad de que las entidades puedan ofrecer determinados productos a aquel sector de la población que no es parte aún del sistema financiero y para que empleen nuevas tecnologías. La publicación en mención, a través de 12 indicadores objetivos, analiza también la actuación del regulador en la provisión de servicios financieros a poblaciones de bajos ingresos.

En ese sentido, hemos tomado como base para este análisis a México, Colombia y Singapur, por tener un entorno bastante similar al de Perú para las microfinanzas.

4.1 México

Las plataformas de *crowdfunding* en México operan utilizando diversos mecanismos dependiendo de las actividades desarrolladas por cada tipo de plataforma:

- Sistema de Recompensas: En el caso de plataformas de fondeo colectivo basado en recompensas o donaciones, tales como “Fondeadora”, éstas operan de acuerdo con la normativa actual para enajenaciones y donaciones al no ser considerados como plataformas a través de las cuales se realicen operaciones financieras. En este sentido, estas plataformas no representan necesariamente una preocupación desde el punto de vista del sistema financiero e incluso parecerían estar excluidas del proyecto de regulación actualmente contemplado por la autoridad.

- Capital: En el caso de fondeo colectivo mediante la emisión de instrumentos de capital, a pesar de que en el mercado mexicano hay varias plataformas que se publicitan como verdaderas plataformas de *equity* (*i.e.* aquellas que entregan acciones contra la inversión realizada por los inversionistas), realmente las mismas operan bajo un sistema de regalías (*i.e.* los inversionistas reciben un porcentaje de las ganancias que derivan de una licencia o cuota de uso de los activos que financien) (CNIF, 2016). Originalmente este modelo utilizaba un “contrato de obra futura con reconocimiento de copropiedad” el cual posteriormente fue sustituido por un Contrato de Asociación en Participación y la emisión de certificados de inversión, que suscriben los inversionistas mediante su Firma Electrónica Avanzada. Esto, si bien representa algunos problemas desde el punto de vista regulatorio, por el momento ha bastado para que la autoridad considere que esta actividad no constituye una oferta pública de valores.

- Deuda: Por otro lado, en general, las plataformas de fondeo colectivo de deuda en México, como “Prestadero” y “Pitchbull”, actualmente operan mediante contratos de crédito bajo el modelo de cuentas separadas.

De acuerdo con el último Reporte Nacional de Inclusión Financiera 7 (2016), la industria está experimentando un crecimiento acelerado: (i) el volumen fondeado ha tenido un crecimiento promedio anual de 495% entre 2011 y junio 2015; (ii) el número de plataformas que se

crean cada año crece exponencialmente; (iii) las campañas exitosas han crecido 517%; y (iv) el número de inversionistas tuvo un crecimiento promedio anual de 245% entre 2011 y junio 2015.

En general, la opinión del sector es que debía implementarse una regulación laxa, ya que de lo contrario se corre el riesgo de amenazar e incluso eliminar las eficiencias que distinguen al sector y que han permitido un crecimiento tan acelerado del mismo así como generar inclusión financiera por parte de sus participantes.

En este sentido, la Afico se pronunció sobre la necesidad de una regulación que sea clara y que no sea excesiva o genere costos adicionales a efecto de evitar frenar el desarrollo de la actividad de *crowdfunding* (López, 2016).

En general, la discusión se centraba en la consideración de las plataformas como intermediarios financieros no bancarios, de conformidad con lo establecido en el último Reporte Nacional de Inclusión Financiera (2016). Aunado a lo anterior, desde el punto de vista regulatorio existían dudas respecto a la forma en que los servicios proporcionados por estas plataformas pueden caer dentro de la realización de actividades reguladas como lo es la captación de recursos o la oferta y de valores.

Así, en marzo del 2018, México ha aprobado la Ley para regular las Instituciones de Tecnología Financiera y se han modificado normas adicionales vinculadas con los servicios financieros prestados a través de plataformas electrónicas.

Sobre el particular, consideramos pertinente resaltar los principales aspectos que la norma regula:

- La regulación está enfocada a establecer las reglas para las entidades que prestan servicios financieros específicos, utilizando medios tecnológicos. Se ha designado a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores como la autoridad responsable de otorgar las autorizaciones.

- Un aspecto importante y que otorga amplia flexibilidad a los modelos que se usen para prestar dichos servicios financieros es que se ha establecido un marco jurídico para las entidades que utilicen “Modelos Novedosos”, cuya definición incluye cualquier mecanismo novedoso y distinto de aquellos establecidos o descritos en la norma referida.
- El uso de los activos virtuales (i.e. representación de valores registrados de forma electrónica) estará sujeto a la autorización previa del Banco de México.
- A efectos de mitigar el riesgo de lavado de activos, se establece un marco mínimo de conocimiento del cliente para prevenir conductas delictivas. En línea general con los riesgos del modelo, se ha establecido un régimen de entrega de información a los inversionistas para que éstos puedan valorar los riesgos que asumen.
- Contrariamente a lo que se podría pensar para el modelo de negocio que se propone, se contempla la posibilidad de que las entidades reguladas puedan recibir o entregar cantidades de dinero en efectivo a sus clientes. Del mismo modo, no solo limitan la realización de operaciones con cuentas bancarias locales sino también en el extranjero. En ambos casos, se requerirá la aprobación previa de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Se exige mantener cuentas segregadas de las entidades reguladas en relación a las cuentas de sus clientes.
- Otra novedad de dicha regulación, sujeto a las normas de competencia administrativa mexicana, es que se contempla la posibilidad que la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el Banco de México pueden diferenciar la regulación que les corresponda emitir, tomando en cuenta el número de

operaciones de las entidades reguladas, el número de clientes, el modelo de negocio, los activos intermediados, entre otros.

- El otro aspecto interesante es la creación de un Grupo de Innovación Financiera que servirá como espacio de intercambio de opiniones e ideas entre el sector público y en el sector privados para conocer innovaciones en materia de tecnología financiera y planear un desarrollo ordenado. Se agregan también regulaciones sobre sanciones administrativas y penales al incumplimiento de las normas establecidas en la ley materia de análisis.

Es prematuro afirmar si esta norma encaja con el perfil del mercado mexicano pero esta regulación reafirma la tendencia de los últimos y busca ser flexible para incorporar, sujeto a los riesgos que ello implique, nuevos modelos de negocio, lo que hace de esta una norma especial.

4.2 Colombia

Según Pesca Gómez (2017), en Colombia, este fenómeno está en sus primeras etapas, y no se ha dimensionado su verdadero potencial. Insiste el autor en que no hay datos oficiales de los niveles sobre el financiamiento que manejan las plataformas *crowdfunding*. En esa medida, desde el punto de vista legal, Colombia se encuentra en una situación similar a la de los demás países en la región dado que si bien el marco legal no existe, las plataformas de *crowdfunding* existentes “se han constituido como entidades de régimen especial sin ánimo de lucro o ESAL como, por ejemplo: fundaciones, asociaciones o corporaciones, o instituciones de utilidad común”, señala Pesca Gómez (2017).

Bajo el régimen colombiano legal, Pesca Gómez (2017) indica que una plataforma de *crowdfunding* puede operar de dos formas:

- “1. Siendo el intermediario entre una entidad regulada por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y el

emprendedor. Por lo general la institución financiera que se adapta es una fiducia, la plataforma de crowdfunding no recauda o administra el dinero, tan solo es el medio de comunicación. En esta modalidad, el dinero de los aportantes va a una cuenta en una fiducia en la cual la plataforma de crowdfunding puede ordenar el desembolso. La cuenta en la fiducia se abre para cada uno de los emprendedores que tengan un proyecto. De esta manera no hay captación de dinero, sino que es un intermediario.

En esta modalidad el emprendedor tiene una relación tributaria y legal con el patrocinador así que deberá en caso del modelo crowdfunding basado en recompensas, emitir factura de venta y cumplir con la regulación tributaria vigente.

2. *Como una fundación. En esta modalidad los dineros recibidos son a título de donación y en cumplimiento del objeto social de la fundación. Posteriormente estos recursos son entregados al emprendedor. Como son donaciones no constituyen: administración, manejo, captación de dinero de terceros, pues el dinero recaudado es de la fundación a título de donación. La plataforma de crowdfunding que opera como una fundación hace la entrega de estos recursos a la campaña del emprendedor. Desde el punto de vista tributario, los recursos financieros que constituyen una donación o aporte para un proyecto, se aplica o no retención en la fuente, dependiendo de la naturaleza tributaria del beneficiario.”*

Pesca Gómez (2017) indica que, comparativamente con otros países de la región, Colombia no cuenta aún con todas los factores técnicos, regulatorios y culturales que se han necesitado en aquellos países en los que el *crowdfunding* ha resultado exitoso.

4.3 Singapur

La recaudación de fondos del público a través de *crowdfunding* basado en préstamos o P2P préstamos, está regulada por la *Monetary Authority of Singapore (MAS)* bajo la *Securities and*

Futures Act (Cap. 289) (la "SFA") y la *Financial Advisers Act* (Cap. 110) (la "FAA") Monetary Authority of Singapore, 2016).

Bajo la sección 239(3) de la SFA, cualquier invitación a prestar dinero a una entidad es considerada como una oferta de bonos, que es un tipo de valor mobiliario. La entidad que ofrece las obligaciones está obligada a preparar y registrar un prospecto ante el MAS, a menos que se encuentre dentro de alguna de las excepciones reguladas por la norma. Dichas excepciones básicamente son: (i) ofertas menores (esto es, hasta por un monto de US\$5 millones en un periodo de 12 meses y siempre que se trate de ofertas personales, es decir, aquellas que están dirigidas a personas o empresas pre-identificadas y que tienen una conexión previa con el que lanza la oferta) ; (ii) colocaciones privadas (aquellas dirigidas a no más de 50 personas en un periodo de 12 meses); y, (iii) aquellas dirigidas a inversionistas institucionales.

De los resultados antes detallados podemos concluir que todas las regulaciones son disimiles y no existe una sola respuesta para regular la figura del *crowdfunding* en beneficio de las MIPYME. Ello muestra que esta innovación sigue desarrollándose de forma permanente y adquiere particularidades adicionales atendiendo a la realidad y a las necesidades del país en el que se implementa.

Adicionalmente a los requerimientos de contar con prospectos, el operador de la plataforma que facilita las ofertas de obligaciones (aunque el operador de la plataforma no sea el oferente directo) o provee asesoría en relación a la oferta de dichos valores mobiliarios podría ser considerado como si estuviera realizando actividades reservadas para entidades reguladas. En ese sentido, el operador deberá solicitar una licencia.

Sin perjuicio de ello, nos parece relevante mostrar un panorama general de las regulaciones y de las principales características de dicha regulación por la que han optado diversos países. Así, el Anexo I y el Anexo II del presente documento incluyen una breve

descripción general del régimen regulatorio en algunos países de la Unión Europea y en Estados Unidos de América.

De otro lado, sin perjuicio de que consideramos que los países que describiremos a continuación no son comparables con el mercado local, son algunos de los que más han avanzado en materia regulatoria de esta figura:

a. **ESPAÑA**: Dentro de los principales componentes de la regulación que describe Herrera (2016) se encuentran las siguientes:

- El marco legal ha sido definido con la finalidad de mejorar las condiciones de financiamiento de empresas como las MIPYME.
- Definiciones claras para lo que califica o no como una plataforma electrónica, así como las actividades permitidas que dichas plataformas pueden desarrollar o no. Cabe señalar que existen actividades expresamente prohibidas para las plataformas.
- En relación a temas de protección al consumidor, la norma se ha dedicado a diferenciar el tipo de inversionista del que se trata, imponiendo límites en función al tipo de inversionista.
- Asimismo, existen requerimientos de capital mínimos y otros límites que se imponen para mitigar ciertos riesgos.

b. **REINO UNIDO**: Esta es una de las primeras jurisdicciones que emitió una regulación específica para el *crowdfunding*. Los principales componentes de la regulación que describe Herrera (2016) se encuentran las siguientes:

- De forma similar a la legislación española, existe también una clara definición de aquello que califica como *crowdfunding*. En línea con ello, se establece un régimen de autorización que requieren una lista de solicitudes con la que debe cumplirse.
- Una diferencia importante entre las regulaciones española e inglesa radica en que en el segundo caso las plataformas califican

como entidades financieras autorizadas para proveer asesoría a los clientes.

- Del mismo modo, se requieren montos mínimos de capital a la plataforma que desee participar en el mercado.
- La normativa incluye también ciertas reglas de protección al consumidor, enfocándose en aquellas encaminadas a publicitar información mínima en la plataforma (i.e. tasas de interés y mecanismos de pago).
- Un aspecto relevante a considerar es la inclusión de regulación sobre normas de buen gobierno corporativo, incluyendo una estructura clara organizativa así como los procesos de monitoreo y otro tipo de controles.
- La norma inglesa requiere también que exista una clara separación de los activos de la plataforma y aquellos que administra de sus clientes.

Bajo la normativa inglesa dichas plataformas son requeridas de actuar como “puros conectores” y los fondos del cliente deben estar en custodia de un tercero. El modelo que adopta la regulación es el de “cuentas segregadas”. Del mismo modo, existen dos (2) tipos de *crowdfunding* con reglas específicas para cada caso (P2P y *equity crowdfunding*).

- c. **USA:** La regulación americana también es una de las que más se ha desarrollado en los últimos años. En contraste con la regulación inglesa, la norma americana no restringe la realización de préstamos *online* a un solo tipo de modelo de negocio.

Pese a que el mercado americano ha incentivado el desarrollado del sector *fintech*, es relevante mencionar que la regulación es compleja, incluyendo ambos requerimientos estatales y federales. A nivel estatal, cada uno de los estados sigue distintos alcances

regulatorios. La discusión central en la regulación a nivel federal. El regulador federal es la *Securities and Exchange Commission* (SEC).

Así, comenta Huang (2016), que en el año 2008, la SEC ejerció sus facultades supervisoras sobre determinadas plataformas electrónicas. La SEC señaló que dichas plataformas debían cumplir con la *Securities Act* del año 1933 sobre la base que los préstamos ofrecidos bajo la norma antes señaladas calificaban como “contratos de inversión”, por lo que resultaba necesario registrar los mismos ante la SEC.

La reforma de Dodd-Frank Wall Street del año 2011 y la ley de protección al consumidor americanas sugirieron un enfoque alternativo por el que se señalaba que las plataformas P2P debían reglamentarse enteramente por la autoridad de protección al consumidor financiero, una institución federal creada como resultado de la crisis financiera mundial del año 2008.

- d. **HONG KONG:** Hong Kong no ha establecido ninguna regulación específica referente a las plataformas de préstamos en línea, pero más bien se basa en su legislación vigente para regular los préstamos en línea. Las acciones y servicios de plataformas de préstamos en línea potencialmente podrían caer bajo algunas legislaciones existentes según el modelo que ha elegido la plataforma y cómo se emitió el préstamo.

Así, la normativa pertinente señaló que los préstamos online estarían sujetos a las reglas de la *Securities and Future Ordinance* (SFO). La sección 103 de la SFO señala que es un delito para una persona publicar cualquier anuncio, invitación o documento que, a su conocimiento, es o contiene una invitación al público para adquirir valores o participar en un esquema de inversión colectiva, a menos que ello haya sido autorizado por la autoridad competente, o se aplique algún supuesto de excepción.

- e. **CHINA:** El nuevo régimen normativo de China pretende fomentar el desarrollo sano de la industria de préstamos en línea para

proporcionar una fuente alternativa de financiación para el emprendimiento y la innovación, y al mismo tiempo busca proteger a los inversionistas de actividades fraudulentas.

La ley china exige que las plataformas de préstamos en línea asuman el papel de intermediarios puramente informativos y que se designen como custodios a terceros, a efectos de que mantengan fondos de los clientes. Esto significa que plataformas de préstamos en línea de China sólo pueden adoptar el modelo de cuentas segregadas. Desde una perspectiva comparada con las jurisdicciones anteriores, se sigue el enfoque de Reino Unido y se marca distancia de la práctica de los Estados Unidos.

Así, Huang (2016) indica que mientras que la restricción en el modelo de negocio puede impedir el desarrollo del mercado, resulta necesario alcanzar el objetivo de proteger a los inversionistas y controlar los riesgos sistémicos.

Del mismo modo, las plataformas de préstamos en línea chinas sólo necesitan registrarse con las autoridades locales, y no hay requisitos sustantivos tales como requisitos mínimos de capital. Las plataformas de préstamos en línea no están obligadas a tener licencias de servicios financieros especiales, aparte de una licencia general de telecomunicación (la misma que puede obtenerse fácilmente). Sin embargo, el régimen del Reino Unido contiene licencias y requisitos mínimos de capital. El límite de préstamos puede desempeñar funciones similares a las que se exigen para proteger a los inversores y controlar los riesgos sistémicos financieros.

Conforme hemos visto, los reguladores han demostrado contar con diversos enfoques que les permite, de una u otra manera, manejar los riesgos de esta figura de transformación digital. De una u otra manera hemos esbozado también qué figuras podrían no funcionar en el mercado local. En la siguiente sección nos centraremos en las tendencias regulatorias y su aplicación en distintas jurisdicciones.

Reiteramos que la falta de regulación crea espacios para el arbitraje reglamentario, posibles abusos de los clientes, y líneas grises, entre otros posibles daños a un mercado que puede ser bastante prometedor. Además, los potenciales inversionistas no participarán en el negocio hasta que las reglas no estén totalmente claras.

Las descripciones proporcionadas nos brindan un mayor acercamiento a cómo se ha estructurado la regulación. Ninguna regulación es perfecta y probablemente las señaladas tengan sus propios inconvenientes. Lo anterior nos sirve para identificar puntos de convergencia al momento de proponer un modelo de regulación en el mercado local. Sin perjuicio de ello, resulta pertinente analizar las diversas aristas del *crowdfunding* en un mercado como el nuestro.



IV. PROPUESTA REGULATORIA DEL *CROWDLENDING* EN EL PERÚ PARA QUE ÉSTE CUMPLA CON LA FINALIDAD DE SER UNA NUEVA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO

1. Tendencia regulatoria para Perú: beneficios y riesgos

A continuación se van a presentar los beneficios de la figura en el Perú y los riesgos identificados a efectos de poder proponer la tendencia más eficiente a efectos de cumplir con los objetivos propuestos a lo largo del documento.

1.1. Beneficios de la figura en Perú

En cuanto a los beneficios de esta figura, mucho se ha destacado las ventajas y beneficios que trae esta nueva alternativa de financiamiento. Específicamente, para las PYME, las que, tradicionalmente (como hemos descrito anteriormente) pueden enfrentar restricciones para acceder a fuentes de crédito formal. En resumen las ventajas que se señalan son:

a. Nueva fuente de financiamiento para las MIPYME

El *crowdfunding* facilita el acceso al crédito de poblaciones y empresas con un buen perfil de riesgo pero con poca o nula experiencia crediticia y sin posibilidad de ofrecer garantías idóneas, lo que constituye un gran obstáculo para su acceso a la banca tradicional.

La canalización de financiación hacia estas poblaciones dinamiza la economía y genera mayores niveles de desarrollo y bienestar.

b. Fuente de financiamiento más barata

El modelo de *crowdfunding* tiene una estructura de operación más barata que la requerida en el negocio bancario tradicional, lo que reduce de forma importante los costos de operación.

En efecto, el modelo elimina lo que a la fecha constituye (probablemente) el mayor costo de las entidades bancarias. Esto es, una red física de oficinas o puntos de contacto y con una planta de recurso humano más reducida.

La gran cantidad de inversionistas y la reducción en los gastos de operación se traduce en un menor costo del capital para los deudores.

Este menor costo permite que la inversión esté centrada en la implementación de una plataforma online que cumpla con las expectativas de los participantes. En ese sentido, el *crowdfunding* maneja una ventaja indiscutible frente a otros servicios financieros: la agilidad y rapidez en los desembolsos de recursos. Como correlato, por el lado del inversionista se destaca la facilidad y flexibilidad en el acceso a las plataformas, lo que dinamiza la realización de aportes prácticamente desde cualquier lugar y a cualquier hora.

c. Diversificación de riesgos y nuevos niveles de competencia

El gran número de proyectos disponibles a través de *crowdfunding* permite aprovechar en mayor escala las ventajas de la diversificación del portafolio entre diferentes poblaciones, empresas y sectores económicos. Esta diversificación puede reducir la exposición individual del inversionista pero también mitigar el riesgo sistémico en la economía (IOSCO, 2014).

Por otra parte, el gran surgimiento de las plataformas impulsa a la innovación y la competencia en la industria pero también en el sistema financiero tradicional, dado que tienen competidores nuevos en los sectores en los que usualmente se desempeñaban solos. Este efecto genera beneficios para los consumidores y la economía en general, quienes tendrán a su disposición cada vez más opciones de servicios y alternativas de financiación.

1.2 Temas a considerar

Habiendo señalado los beneficios y riesgos de la figura, consideramos que a efectos de que esta figura sea una alternativa de financiamiento para las MIPYME se deberá proponer una regulación específica atendiendo a que se estarían prestando servicios financieros.

Es relevante llamar la atención que regular una figura o un modelo de negocio tiene costos (que no son materia de análisis del presente documento). El mayor costo, y justamente el que tratamos de disminuir, es que la regulación puede reducir la participación de distintas empresas en este sector y por ende no cumplir con el objetivo planteado en el presente documento.

Para dichos efectos, existen cinco (5) grandes áreas que el regulador debe considerar: pagos, inversión, préstamos, análisis de datos de riesgos y desarrollo de servicios digitales, para resolver aspectos regulatorios que se deben cumplir.

Un aspecto muy importante que no se ha mencionado hasta el momento es la seguridad del consumidor ante posibles fraudes o fallas. Los posibles reguladores involucrados deben tener claramente diferenciadas sus competencias para atender a este sector en particular.

2. Identificación y gestión de riesgos del *crowdfunding* a nivel regulatorio

Hemos señalado que el modelo regulatorio actual es el basado en los riesgos y el mismo es aplicado tomando en cuenta el perfil de riesgo de cada entidad, en atención a sus actividades y circunstancias específicas. Ello exige una estrategia de supervisión que permita identificar, controlar y mitigar aquellos riesgos particulares a los que la institución supervisada está expuesta.

En tal medida, como hemos señalado anteriormente si bien no consideramos que el *crowdfunding* califique como un supuesto de “intermediación financiera” al amparo de la ley peruana y según los modelos descritos en el presente documento, el servicio que prestan es uno de índole financiera. En esa medida, debería aplicarse una regulación atendiendo a la naturaleza particular de la plataforma y en el entendido que lo que se estaría buscando es un ambiente regulatorio seguro y no asfixiante para que las MIPYME accedan a una nueva fuente de financiamiento.

Así, sin perjuicio de lo que se detallará en la Sección IV siguiente, presentaremos ciertos de los riesgos detectados anteriormente y cuáles serían las mitigantes regulatorias que se proponen. Nuevamente, el análisis se realizará asumiendo que el prestatario es una MIPYME.

En nuestra opinión, el debate se centra en el grado de responsabilidad que una plataforma debe tomar para la selección de prestatarios y prestamistas individuales.

Para asegurar la competitividad, la regulación peruana no debe erradicar los beneficios del *crowdfunding*, por lo que se debe buscar un equilibrio entre la regulación y la generación de una amplia gama de negocios. Siempre que dicha regulación permita la ejecución de servicios en un régimen basado en la información, ello debería a su vez permitir que los inversionistas y participantes continúen beneficiándose de los precios que los modelos de *crowdfunding* ofrecen.

1. **Riesgo de Crédito**

Este es uno de los principales riesgos para los prestamistas. Regulatoriamente se deberían imponer obligaciones a la plataforma de hacer una verificación del perfil de riesgo del potencial deudor. Lo ideal sería que no se solicite información con la que no cuente la MIPYME. La información sería la que se obtenga de fuentes públicas y aquella que sea entregada directamente por el prestatario a la plataforma. Debe quedar claro que el análisis de la plataforma no es vinculante y tampoco implica una recomendación de un prestatario.

Se debe considerar información mínima. Sin embargo, el prestatario (con la finalidad de atraer a la mayor cantidad de personas que le otorguen el financiamiento buscado) puede poner a disposición mayor cantidad de información.

En base al perfil de riesgo que informe el prestatario o que construya la plataforma, el prestatario estará sujeto a ciertos límites en cuando al financiamiento que puede obtener. El record de cumplimiento de sus obligaciones como prestatario podrá incrementar dichos límites.

2. **Riesgo de Liquidez**

Como se ha comentado, existe la posibilidad que los prestamistas no desembolsen los montos a los que se han comprometido. En ese sentido, al igual que cualquier otro servicio de compra por internet, será necesario que se registre en la plataforma los datos de una tarjeta de titularidad del prestamista. Sujeto al perfil de riesgo y a los montos comprometidos, podrían existir ciertas penalidades que serían debitadas directamente desde la tarjeta registrada.

3. **Riesgo Operativo**

El otro gran riesgo al que están expuestos los participantes de la plataforma es el riesgo operativo. En esa medida, la plataforma debe ser regulada y contar con especificaciones técnicas mínimas. Atendiendo a que la plataforma es la única infraestructura de esta figura será necesario que se exijan planes de continuidad del negocio y planes de sobrexposición a ataques cibernéticos, por ejemplo.

4. **Riesgo de Fraude**

Coincidimos que este gran riesgo podría ser mitigado con las acciones de verificación previas que deben ser efectuadas por la plataforma. De esa manera se evita que existan MIPYMES que presenten proyectos falsos y que a su vez generen una mala reputación al negocio y a la plataforma.

5. **Riesgo de falta de experiencia de los inversionistas**

Este es un riesgo que asumiría la MIPYME, pero ello puede ser mitigado con la exigencia de que el prestamista acepte de forma expresa los términos y condiciones que aplican a la plataforma. El lenguaje debe ser claro y comprensible, atendiendo al público objetivo de la plataforma.

6. **Riesgo de lavado de activos y otras actividades ilícitas**

Este es uno de los riesgos que más se acentúa en las plataformas. Sería recomendable que se exija que los participantes tengan abiertas cuentas en el sistema financiero local o en bancos que califiquen como bancos de primera categoría. De esa manera, la verificación previa del cliente es efectuada (en el marco de la regulación aplicable) por las entidades financieras correspondiente

Hemos detallado de forma general los principales riesgos de la actividad en sí misma y se han propuesto ciertas medidas regulatorias que deben leerse conjuntamente.

De otro lado, no es materia de análisis de este documento, pero nos parece relevante introducir un nuevo concepto en el marco del *crowdfunding*: el *cognitive banking*. Así, Las plataformas de financiamiento acompañados por el *cognitive banking*, pueden significar un paso muy importante en el aumento de la inclusión financiera, por lo que, en el marco de las políticas generales de inclusión financiera, resulta fundamental seguir impulsando desde la regulación y desde el mismo sector este tipo de iniciativas que utilizan la innovación tecnológica no sólo para aumentar la competitividad, por su carácter esencial para el crecimiento económico, sino también para democratizar el acceso al crédito.

En ese sentido, si bien no se ha analizado ello a fondo, la regulación debe seguir adaptándose a la tecnología. Se trata de cambiar las reglas de juego de los negocios financieros para que todos puedan acercarse a los productos porque saben que están a su alcance, incluso si esta democratización implica ir más allá de las paredes de las entidades

financieras. En palabras de Harper (2015): *“It’s banking for the right person, at the right price and the right time.”*

En la sección 3 siguiente se esbozarán los principales lineamientos a tomar en cuenta para una propuesta regulatorio en Perú, tomando en cuenta la finalidad de una regulación que promueva el mercado de las pequeñas y medianas empresas.

3. Lineamientos generales para propuesta regulatoria en el Perú

A lo largo del documento, hemos presentado cuál es la situación actual de las MIPYME, cuáles son sus principales necesidades en términos de financiamiento para el desarrollo de proyectos, cuáles son los beneficios y alcances del *crowdlending* como una alternativa adicional para el acceso a financiamiento, cuál es el objetivo que debe considerarse al momento de proponer una regulación, cuáles son los riesgos que genera esta figura y cuál es el rol del regulador en un escenario como el planteado anteriormente (rol generador de este tipo de plataformas y no uno de tipo restrictivo que desincentive este tipo de negocios).

El gran reto para el Estado, la industria y el regulador es continuar asegurando un entorno regulatorio que permita e incentive la innovación financiera, lo que a su vez se tornará en una serie de beneficios para los usuarios finales. Queremos resaltar que cuando nos referimos a regulación no solo hacemos la definición como la descripción de las reglas del juego para los participantes del mercado, sino una actividad de regulación y supervisión efectiva que cumpla con las funciones que se describen en el documento.

La relación existente entre los riesgos propios de las entidades como las MIPYME y la existencia de un nuevo mecanismo de financiamiento se conecta en una propuesta regulatoria que busque mitigar los riesgos detectados. En función ello, conviene tomar en cuenta determinados factores que permitan generar un nuevo mercado de financiamiento para la MIPYME, desarrollando un ambiente regulatorio que pretenda atacar aquellos riesgos por los cuales las MIPYME no pueden acceder a distintas

fuentes de financiamiento. Se trata de regular pensando en las características propias de las microfinanzas.

En ese sentido, a continuación se detallarán los principales aspectos que debe considerar la propuesta regulatoria para mitigar los riesgos señalados en el documento:

3.1 El *crowdfunding* es un servicio financiero pero no califica como intermediación financiera

Debe existir claridad de que el *crowdfunding* es un servicio financiero (que atiende a cierto sector de la población en cuanto a acceso a financiamiento) pero no califica como intermediación financiera. Partiendo de dicha premisa, no debe tener la misma regulación que corresponde a aquellas empresas que sí realizan dicha actividad.

El servicio financiero del que se trataría es de administración de una plataforma electrónica que permite el encuentro de agentes superavitarios con agentes deficitarios con una necesidad financiera específica. Sujeto a las regulaciones que se propongan, el administrador de la plataforma podrá realizar actividades adicionales como evaluación crediticia, entre otros.

Sobre el particular, el artículo 11º de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (Ley No. 26702) conforme ésta sea modificada de tiempo en tiempo, ha señalado lo siguiente:

“Artículo 11.- ACTIVIDADES QUE REQUIEREN AUTORIZACION DE LA SUPERINTENDENCIA.

Toda persona que opere bajo el marco de la presente ley requiere de autorización previa de la Superintendencia de acuerdo con las normas establecidas en la presente ley. En consecuencia, aquélla que carezca de esta autorización, se encuentra prohibida de:

1. *Dedicarse al giro propio de las empresas del sistema financiero, y en especial, **a captar o recibir en forma habitual dinero de terceros, en depósito, mutuo o cualquier otra forma, y colocar habitualmente tales recursos en forma de créditos, inversión o de habilitación de fondos, bajo cualquier modalidad contractual.***
2. *Dedicarse al giro propio de las empresas del sistema de seguros y, en especial, otorgar por cuenta propia coberturas de seguro, así como intermediar en la contratación de seguros; y otras actividades complementarias a éstas.*
3. *Efectuar anuncios o publicaciones en los que se afirme o sugiera que practica operaciones y servicios que le están prohibidos conforme a los numerales anteriores.*
4. *Usar en su razón social, en formularios y en general en cualquier medio, términos que induzcan a pensar que su actividad comprende operaciones que sólo pueden realizarse con autorización de la Superintendencia y bajo su fiscalización, conforme a lo previsto en el artículo 87 de la Constitución Política.*

Se presume que una persona natural o jurídica incurre en las infracciones reseñadas cuando, no teniendo autorización de la Superintendencia, cuenta con un local en el que, de cualquier manera:

- a) *Se invite al público a entregar dinero bajo cualquier título, o a conceder créditos o financiamientos dinerarios; o*

b) *Se invite al público a contratar coberturas de seguros, directa o indirectamente, o se invite a las empresas de seguros a aceptar su intermediación; y,*

c) *En general, se haga publicidad por cualquier medio con los indicados propósitos.*

Quienes infrinjan las prohibiciones antes señaladas serán sancionadas con arreglo a los artículos pertinentes del Código Penal.

La Superintendencia está obligada a disponer la intervención de los locales en los que presuma la realización de las actividades indicadas en el presente artículo, sin la correspondiente autorización.” (El subrayado es nuestro)

En efecto, como se describe en el literal (a) anterior, la intermediación financiera (actividad propia de las actividades que cuentan con la autorización de la SBS) implica la realización de dos (2) actos (i) captar recursos del público y; (ii) colocar los recursos captados a terceros. En el *crowdfunding* no se da uno ni el otro. Existen ciertos autores que han considerado que se puede dar el primer supuesto (captar recursos del público) al recibir dinero de diversas personas a través de la plataforma digital.

En nuestra opinión, la plataforma no recibe recursos del público (no capta) por cuanto lo que recibe es una comisión por un servicio de poner a disposición de los prestamistas la infraestructura de la plataforma y la información de los prestatarios. Tampoco recibe fondos de los prestatarios, salvo por la comisión por el mismo servicio antes señalados. Los recursos no son depositados en las cuentas de las plataformas sino que la plataforma es un canalizador.

Por el lado de la colocación, al no ocurrir el paso previo, esta segunda parte del análisis tampoco se presenta en este caso.

La razón principal para señalar que no existe intermediación financiera es la asunción del riesgo. En este caso, como en cualquier otra inversión de naturaleza similar, el riesgo lo asume directamente el prestamista y no la plataforma.

En ese sentido, habiendo reiterado que nuestra consideración es que este servicio sea regulado (no por el hecho de calificar como intermediación financiera sino por los riesgos que importa esta actividad en calidad de servicio financiero).

Es importante señalar que, dada la modalidad del *crowdfunding* del que se trata, el regulador debería ser la SBS; ello sin perjuicio de la labor de otras entidades públicas en el marco del desarrollo de este negocio (tal vez, en otras de sus modalidades).

3.2 Alcance de la regulación

El servicio financiero de *crowdlending* debe ser regulado atendiendo a las características particulares de la figura y entendiendo los riesgos que la misma involucra. Es decir, se propone una regulación específica mediante norma con rango de ley.

Anteriormente, hemos señalado que al considerar que no existe intermediación financiera, las plataformas deben ser reguladas por cuanto prestan servicios financieros (conforme lo hemos descrito en la sección 3.1 anterior).

El alcance debe estar claramente definido. Es decir, debe existir una descripción concreta de la actividad que busca ser regulada y en la exposición de motivos (o en la sección de considerandos) debe dejarse claro que la regulación es propuesta en el marco de los riesgos que importa la actividad. Asimismo, no debe equipararse a la actividad bancaria. De ser posible, dicha distinción, debería ser incluida en la norma correspondiente.

En ese sentido, la regulación debe alcanzar a todas las personas naturales o jurídicas que, a través del uso de plataformas electrónicas, administran financiamientos de índole participativa. Dichas plataformas no deben incluir a aquellos tipos de *crowdfunding* que hemos mencionado que no deberían ser regulados, por cuanto importan una liberalidad de las personas (i.e. donación y *reward*).

De otro lado, en atención al principio de territorialidad de las normas, resultará importante que se detalle que se refiere a empresas que brindan el servicio en el territorio peruano. Dicha precisión es independiente de si el inversionista se encuentra en el extranjero. En este punto, cobran especial relevancia los acuerdos o convenios que pueda tener la SBS con otros reguladores respecto de este tipo de actividad. En línea con ello, la SBS debe tener un listado de aquellas entidades que se encuentran bajo su supervisión.

3.3 Requerimientos exigidos a las plataformas electrónicas

Por otro lado y en línea con lo señalado en el numeral precedente, la norma debe incluir una clara definición de lo que califica como plataforma así como las características que debe reunir para que se encuentre comprendida en el alcance de la norma correspondiente. A manera de ejemplo, se propone que las siguientes características mínimas sean consideradas: (i) se usen a través de páginas web o de otros medios electrónicos; (ii) la plataforma actúe como intermediario y no que preste recursos propios (lo que debe estar claramente establecido); y, (iii) los servicios que se brinden sean financiamientos a personas naturales y/o jurídicas.

3.4 Proceso de autorización

El proceso de autorización debe estar encaminado a verificar lo siguiente: (i) que la persona jurídica existe y que no es una entidad irregular; (ii) quiénes son los accionistas de la empresa que opera la plataforma; (iii) que tenga un capital que (de acuerdo a las necesidades y operaciones que vaya a desarrollar) sea suficiente para iniciar operaciones, de conformidad con el plan que presente a

la SBS (de ser el caso, atendiendo al volumen de operaciones que se procesen, se pueden requerir montos mínimos de capital) y; (iv) que cuente con los mecanismos y manuales para implementar las medidas de seguridad de la información e informática así como el sistema de prevención de lavado de activos.

El proceso no debería tomar más de seis (6) meses y tendrá un costo de al menos 1 UIT (i.e. aproximadamente S/4,100).

3.5 Servicios financieros permitidos en el marco de la regulación

Debe existir un listado respecto de aquellos servicios que pueden ser desarrollados por las plataformas. Si bien el listado puede ser taxativo inicialmente, debería existir la posibilidad que en caso de realizar algún servicio adicional, la autorización de la SBS será requerida.

Las actividades deben centrarse en la actuación como intermediario para la realización de préstamos a ser otorgados por personas naturales o personas jurídicas a favor de otros.

Del mismo modo, se debe dejar expresa constancia que dichas plataformas no están autorizadas a ejercer ninguno de los servicios o actividades reguladas para las otras entidades del sistema financiero, salvo que cuenten con las autorizaciones correspondientes para ello. Asimismo, podría ser necesario incluir un listado de prohibiciones expresas para este tipo de negocios, tales como el hecho de asegurar el repago del préstamo, asegurar una rentabilidad esperada, entre otros.

3.6 Fondo de Seguro de Depósitos

Hemos señalado anteriormente que una característica de este negocio es que no es una actividad bancaria y por ende no se encuentra bajo el alcance del Fondo de Seguro de Depósitos. Esta característica debe quedar claramente establecida con la finalidad de evitar confusiones por parte de los usuarios. Sin perjuicio de ello, en

el marco de las actividades de promoción de este tipo de plataformas, al menos en su etapa inicial, dado que se busca otorgar alternativas adicionales de financiamiento a las MYPES, sería recomendable que alguna entidad estatal (tales como el Ministerio de la Producción, COFIDE o una multilateral) otorgue una especie de garantía a este tipo de empresas. Es decir, como un seguro, garantizarían las obligaciones de pago de los prestatarios con la finalidad de que otros actores estén dispuestos a otorgar préstamos a este tipo de empresas.

En efecto, esta garantía debería estar acompañada con una serie de políticas adicionales de educación financiera. A manera de ejemplo, PRODUCE podría otorgar la garantía siempre que las MYPES se hayan inscrito con ellos y hayan sido evaluados (a través de capacitaciones en cuanto al ámbito financiero de sus negocios). En ese sentido, se lograría que (i) exista una garantía para los prestamistas (la que se activaría en casos muy particulares); (ii) se promueva la educación financiera a las MYPES y; (iii) existan los incentivos necesarios para que el modelo empiece a funcionar.

Sobre esa base, podría darse el caso de que en base al cumplimiento de las obligaciones de las MIPYME, éstas accedan a ciertos beneficios adicionales otorgados por las autoridades gubernamentales y las multilaterales.

En este punto, es relevante mencionar que a la fecha existen plataformas que trabajan con multilaterales como el BID. Es el caso específico de Afluenta. En marzo del 2017, dicha plataforma firmó un convenio de cooperación técnica con el Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) miembro del Grupo BID, con la finalidad de desarrollar un mecanismo alternativo de financiamiento de iniciativas verdes. En el proyecto se ha estructurado que inicialmente tenga un alcance, de cierto modo limitado, dado que “los créditos estarán destinados a la compra de equipamiento de energía renovable o electrodomésticos energéticamente más eficientes” según Afluenta (2017). Reitera Afluenta (2017), posteriormente, “se abocará a la

búsqueda de inversores institucionales para ampliar el alcance del financiamiento verde”.

3.7 Comisiones

La estructura de comisiones aplicables debe encontrarse claramente definida en la página web. Del mismo modo, debe precisarse también cómo son pagadas dichas comisiones y otros gastos, de ser el caso. La información a los usuarios debe ser proporcionada de forma clara y veraz.

3.8 Participación gradual

Hemos comentado anteriormente que, dependiendo del volumen de operaciones de la plataforma, los requisitos podrían variar. En ese sentido y como medida que no impida un inicio de operaciones pero que permita también un control inicial de las plataformas que contribuya a que el regulador pueda medir los riesgos, se propone que se incluyan ciertos límites en los montos a prestar o al menos incluir características de los inversionistas que puedan superar los límites señalados.

La normativa también, atendiendo a la naturaleza de las MIPYME y la regulación de las microfinanzas, se puede establecer gradualidades en cuanto a los montos a ser financiados. Se recomienda que también se gradúen los montos en función a la etapa del ciclo de vida en el que se encuentren. Podría requerirse a la plataforma que comprueben y evalúen el nivel de educación financiera, experiencia y conocimiento de tratar con productos financieros de los prestamistas particulares y por consiguiente categorizarlos.

Del mismo modo, un prestamista sólo podrá invertir un monto máximo por proyecto, dentro de cierto período de tiempo o dependiendo de sus ingresos.

3.9 Obligaciones y derechos los participantes

Este punto es fundamental. La normativa propuesta debe incluir un mínimo de la información que debe ponerse a disposición de los prestamistas así como la información que debe ser requerida. Cada plataforma podrá requerir documentación adicional. A manera general se debe tomar en cuenta lo siguiente:

- La información tiene que ser clara, completa y concisa (atendiendo al público al que va dirigido). Se refiere tanto a los aspectos relacionados con la naturaleza del *crowdlending* como a los relacionados con el funcionamiento de la plataforma. Es necesario que se cuente con una confirmación expresa (a través de los mecanismos tecnológicos correspondientes) de los usuarios respecto de su comprensión del negocio y el funcionamiento de la plataforma.
- Los prestamistas tienen que ser clasificados internamente por la plataforma, con la finalidad que se puedan establecer perfiles distintos (i.e. los préstamos más complejos sólo estén disponibles para los inversores más experimentados).
- Sujeto al tipo de préstamo y a la calificación interna del deudor, podría proponerse que las plataformas retengan ciertas cantidades del monto prestado en caso de falta de pago (nuevamente, atendiendo al monto prestado, a las finalidades y a la etapa del ciclo de vida en el que se encuentre el prestatario).

3.10 Comprobaciones adicionales

En la medida que pueden existir pretensiones falsas de prestatarios, se recomienda que se utilicen medios de comprobación adicionales. En esa medida, se obligaría a la plataforma a requerir información adicional, direcciones, información sobre los flujos que generen, capacidad financiera y antecedentes que se incluyan en fuentes públicas.

Es en este caso, cobra especial importancia la propuesta relacionada a fondos de garantía adicionales para MIPYME dado que no cuentan con información financiera preparada. La evaluación del proyecto sería evaluada indirectamente por el fondo que estaría garantizando a las MIPYME.

3.11 Segregación de cuentas

Resulta necesario que la plataforma distinga su dinero del dinero de los participantes de la plataforma. Esta propuesta sería bastante similar a lo que actualmente aplica para las entidades fiduciarias. En todo caso, sujeto a la evaluación del regulador, y de forma similar a lo que existe en la regulación del dinero electrónico, sería recomendable contar con un fideicomiso.

3.12 Pagos electrónicos

Las plataformas pueden trabajar con entidades que se dediquen a la realización de pagos electrónicos o con bancos y otras entidades financieras.

3.13 Datos Personales

Deben existir disposiciones expresas sobre el tratamiento de los datos personales que son ingresados en la plataforma para el registro de los participantes en la misma. Asimismo, la plataforma debe contar con una política de manejo de información de los intervinientes. Básicamente, la plataforma no debe poder compartir con terceros la información de los participantes, salvo que se cuente con la autorización expresa para ello.

3.14 Medidas de salida y terminación anticipada

El prestatario (en este caso, la MIPYME) debería tener el derecho de permitir que los prestamistas puedan resolver el contrato antes de su madurez, pero en determinados casos sujetos al pago de una penalidad. Hemos señalado que las necesidades de financiamiento

de las MIPYME puede generar el hecho que no tenga liquidez en los plazos en los que los prestamistas quieran resolver el contrato. Por eso se sugiere que las MIPYME tengan el derecho de incluir un derecho de resolución anticipada de los prestamistas. Ello debe ser claramente informado en la plataforma.

Dado que uno de los principales riesgos del Deudor es que no obtenga el financiamiento requerido o que lo obtenga de forma parcial. En ese sentido, se sugiere que se establezcan porcentajes de obtención del financiamiento.

Monto Recaudado	Desembolso
Si es 50% o más del monto solicitado	Se otorga el porcentaje total recaudado
Si es menos del 50%	No se desembolsa ningún monto al Deudor.

La sugerencia es desembolsar los fondos recaudados siempre que superen el 50% del monto tal requerido con la finalidad de que, con al menos este monto de financiamiento, pueda solicitar a alguna entidad adicional el monto restante.

3.15 Responsabilidad de la plataforma y del regulador

La página web o el medio electrónico que se use debería incluir ciertas declaraciones expresas tales como que ni el regulador ni la plataforma garantizan ni aseguran el pago del préstamo por parte de los prestatarios.

Las funciones de ambas entidades deben encontrarse claramente delimitadas. Es decir, en el caso de la plataforma, la responsabilidad está limitada a la información proporcionada en la página web y en la normativa aplicable. No se asume responsabilidad adicional.

3.16 Mitigación de riesgo de lavado de activos

Sin perjuicio de las medidas que cada una de las plataformas adopte, sería necesario que sean incorporadas como “sujetos obligados” al amparo de la normativa de lavado de activos aplicable y vigente a la fecha.

Como hemos detallado, los riesgos de lavado de dinero, financiamiento del terrorismo y delitos financieros están principalmente relacionados con potencial anonimato de llevar a cabo transacciones en una base al P2P. En tal escenario, las plataformas deben tomar las precauciones razonables para establecer y mantener los controles adecuados en ese sentido (incluyendo cuando se usa un proveedor de servicios de pago).

3.17 Incentivos tributarios y de otra índole

Como todo nuevo negocio, a efectos de impulsar su desarrollo y crecimiento, sería recomendable que estas iniciativas incorporen ciertos beneficios de índole (principalmente tributaria). En ese sentido, lo ideal es que por el lado de la MIPYME esto funcione como un financiamiento a través del sistema financiero y pueda deducir gastos y estar exonerado del pago de IGV y medidas similares. Por el lado de los prestamistas, lo ideal es que este mecanismo de financiamiento sea comparado con otra alternativa de inversión (i.e. por ejemplo, depósitos a plazo o participación en fondos mutuos).

3.18 Regulación coordinada

Hemos visto a lo largo del documento que la prestación del servicio financiero de actuar como intermediario en una plataforma de *crowdfunding* involucra la participación de diversos agentes y por ende regulaciones transversales, tales como protección al consumidor, protección del sistema, regulación tributaria, regulación del lavado de activos y protección de datos personales, entre otros.

En esa medida, es relevante que atendiendo a las características de este tipo de innovación, se establezcan limitaciones claras en cuanto a las competencias de cada una de las entidades intervinientes con

la finalidad de evitar cualquier contraposición o contradicción en los alcances de la regulación aplicable, lo cual en lugar de mitigar los riesgos identificados, los incrementaría dada la incertidumbre para todos los intervinientes.

La entidad que tendría a su cargo la regulación principal del servicio sería la SBS. La regulación acreditaría que la plataforma cumple con ciertas normas de protección al usuario y transparencia financiera por lo que actúa como un “certificado de confianza” para quienes buscan antecedentes de las plataformas. Las plataformas deben revelar los datos de las autorizaciones gubernamentales con las que cuentan.

Sin perjuicio de los lineamientos propuestos, convendría evaluar también la racionalidad de la normativa que se emita finalmente y se aplique el denominado “Test de Proporcionalidad” propuesto por el Tribunal Constitucional en distintas sentencias. Súmar (2011) ha arribado a dos conclusiones interesantes sobre este test. El referido autor ha señalado como sus principales conclusiones las siguientes *“La primera es que, cuando el Tribunal Constitucional utiliza el Test de Proporcionalidad, las probabilidades de que la demanda sea fundada, son mayores. El problema -si consideramos deseable este tipo de protección- es que el Tribunal usa el Test de Proporcionalidad en menos de la mitad de los casos y, cuando lo hace, lo usa de forma inapropiada. La segunda conclusión es que, cuando el Tribunal enfrente una demanda de derechos económicos, las probabilidades de ser fundada son menores.”*

Dicho test consta de tres (3) fases de análisis:

- (i) El análisis de idoneidad, en virtud del cual se verifica que la norma cumpla con la finalidad para la que fue elaborada.
- (ii) El análisis de necesidad, en virtud del cual se valida que no existan alternativas menos gravosas para alcanzar el objetivo que persigue la norma.
- (iii) El análisis de proporcionalidad, en virtud del cual se ponderan los beneficios y costos de la norma.

No es materia de análisis del presente documento la evaluación del referido test. Sin perjuicio de ello, de manera general y preliminar, nos pronunciamos por el mismo:

- (i) El análisis de idoneidad: consideramos que los riesgos identificados en el documento pueden ser mitigados y controlados a través de la implementación de los lineamientos propuestos. De una lectura preliminar (siempre sujeto a lo que arrojen los resultados correspondientes una vez que la norma sea emitida, de ser el caso), podríamos afirmar que el medio utilizado (la norma) resulta ser idónea. Específicamente, considerando que se trata de que las MIPYME tengan alternativas de financiamiento, resulta conveniente que a través de mecanismos regulatorios se promuevan estas alternativas que permitan alcanzar la finalidad propuesta.
- (ii) El análisis de necesidad: en cuanto a alternativas menos gravosas, no hemos identificado una vía que pueda suplir la falta de regulación de la actividad del *crowdfunding*. Cabe señalar que se proponen también mecanismos que hagan menos gravosa la medida, tales como la creación de espacios seguros (conforme se detallará a continuación).
- (iii) El análisis de proporcionalidad: los beneficios de tener una figura como la propuesta han sido descritos en el documento. En cuanto a los costos, en efecto existirá un costo adicional en cuanto a presupuesto adicional para el supervisor dado que se incorpora una nueva actividad bajo su monitoreo. Sin embargo, la creación de más plataformas generará mayor competencia en el sector financiero y específicamente una ventaja indudable para las MIPYME al tener alternativas de financiamiento para el desarrollo de sus proyectos.

4. ¿Funcionaría un esquema de *Sandbox* en Perú?

Para hacerle frente a las consecuencias generadas por el crecimiento del mercado digital y tecnológico, especialmente a lo relacionado con la innovación que éste presenta para los productos y servicios del mercado

financiero, la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido - *Financial Conduct Authority* (FCA, 2016) tomó la iniciativa de crear un *espacio seguro*, donde las empresas y negocios que propenden por la creación de productos, servicios y modelos de negocio innovadores para el mercado financiero, puedan probarlos o tantear el terreno bajo un esquema de autorizaciones provisionales que permita la innovación pero que, al mismo tiempo, proteja al mercado y a los agentes que en él intervienen.

En efecto, entre las nuevas propuestas a nivel global para el desarrollo de una regulación, está la creación de la figura del *sandbox* regulatorio o “plataformas experimentales” que permitan una pre-autorización para un periodo de prueba del producto o servicio en el mercado, antes de su lanzamiento. Esto fomenta la innovación en soluciones, ya que en la fase de prueba no necesitan someterse a tantos requisitos, y ofrece gran agilidad para probar nuevos modelos de negocio *fintech*. Tendría que ser una plataforma que permita probar nuevos modelos de negocio innovadores, algo que no pueden hacer bajo la regulación actual.

Este espacio seguro, creado a comienzos del 2016 por la FCA para fomentar la libertad de crear soluciones creativas e innovadoras para hacerle frente a las nuevas necesidades y tendencias de financiamiento, ha sido llamado el *Regulatory Sandbox* (Woolard, 2016).

El *Regulatory Sandbox* (“RS”) está dirigido tanto a negocios autorizados como a negocios no autorizados por la FCA, quienes, para ser elegibles dentro del proceso de evaluación, deberán cumplir con los criterios de elegibilidad que se expondrán más adelante. Además, el RS fue pensado para ser implementado, en principio, en dos cortes o etapas para que los interesados presentaran sus propuestas y fueren posteriormente evaluadas por la FCA. La primera etapa para presentar propuestas finalizó el 8 de julio de 2016, y se presentaron iniciativas por parte de importantes entidades financieras como HSBC y Loyds Banking Group, entre otras.

Por lo tanto, tenemos que el RS es un *espacio seguro* que permite la innovación, protegiendo al mercado y a los agentes que en él intervienen, a través de un esquema de autorizaciones provisionales restringidas, dirigido tanto a negocios autorizados como no autorizados, para que éstos

prueben sus productos, servicios o modelos de negocio innovadores en un entorno real, sin que exista la necesidad de incurrir altos costos y cargas para la obtención de licencias que permitan su funcionamiento.

a. Negocios autorizados y negocios no autorizados

Tal y como se mencionó anteriormente, el RS está dirigido tanto a negocios autorizados como a negocios no autorizados por la FCA. Al respecto es de precisar que, para realizar una actividad financiera regulada en el Reino Unido, como regla general, es necesario estar debidamente autorizado o registrado ante la FCA. Por lo tanto, el criterio que diferencia a los negocios autorizados de los negocios no autorizados es la autorización y/o registro ante la FCA.

En cuanto a los negocios no autorizados, es de resaltar que la utilidad del RS consiste en que éstos puedan ser autorizados y/o registrados ante la FCA para poder probar su idea innovadora en un ambiente real.

Por su parte, la utilidad del RS en relación con los negocios autorizados se encuentra relacionada con la posibilidad de esclarecer la normatividad aplicable a una idea innovadora que no se ajusta fácilmente al marco regulatorio al que se encuentran sujetos. Sobre el particular, algunas de las ayudas que pueden obtener los negocios autorizados por parte de la RS, son:

- Orientación individual sobre la interpretación y aplicabilidad de las normas relevantes en el contexto de la idea innovadora que busca ser implementada.
- Renuncias o modificaciones a las normas de la FCA que entren en conflicto con de la idea innovadora que busca ser implementada, cuando la norma en conflicto sea excesivamente onerosa o no cumpla su propósito; y siempre que la renuncia o modificación no afecte negativamente los objetivos de la FCA.

- Cartas de renuncia a acción coercitiva, siempre que quien pretenda implementar la idea innovadora se relacione con la FCA abiertamente, cumpla con los parámetros de prueba establecidos y trate a los consumidores justamente.

Al respecto, es de precisar que la FCA entiende y acepta que, en caso de que algunas cuestiones inesperadas surjan, existe la posibilidad de que ellos renuncien a tomar medidas disciplinarias.

b. Criterios de elegibilidad

Para poder aplicar al RS es necesario diligenciar el Formulario de Solicitud para el RS y enviarlo al correo institucional de la FCA creado para tal efecto. Al momento de aplicar al RS es necesario explicar la idea innovadora propuesta, así como explicar cómo ésta cumple con los siguientes criterios de elegibilidad (Woolard, 2016):

- La empresa se encuentra en el alcance de la RS
- La idea es auténtica innovación
- Hay un beneficio para el consumidor
- Hay una necesidad de utilizar el RS
- La empresa está lista para ser probada

Para determinar el cumplimiento de los criterios de elegibilidad, la FCA ha creado una tabla que permite evidenciar la existencia de indicadores positivos e indicadores negativos, así como la y formulación preguntas fundamentales que darán evidencia del cumplimiento de los mencionados criterios. Con el fin de dar un mejor entendimiento sobre el tema, a continuación se transcribe la mencionada tabla (FCA, 2016):

Criterio	Pregunta fundamental	Indicadores positivos	Indicadores Negativos
La empresa se encuentra en el alcance de la RS	¿La empresa está buscando ofrecer innovación que sea un negocio regulado o que apoye a negocios regulados en el mercado de servicios financieros del Reino Unido?	La innovación parece estar destinada al mercado del Reino Unido. La actividad relevante de la empresa está regulada por la FCA o está dirigida a empresas reguladas por la FCA.	La innovación no parece estar destinada para ser utilizada en el mercado del Reino Unido. La actividad relevante de la empresa no está dentro del ámbito del régimen regulador de la FCA o no está destinada a las empresas reguladas por la FCA.
La idea es auténtica innovación	¿La innovación es innovadora o constituye una oferta significativamente diferente en el mercado?	La investigación documental muestra pocas o ninguna oferta comparable que ya haya sido establecida en el mercado. Los expertos internos creen que constituye una tecnología con un enfoque genuinamente innovador respecto del producto o servicio ofrecido. El producto o servicio ofrecido genera un cambio de escala.	Hay numerosos ejemplos de ofertas similares ya establecidas en el mercado. La experiencia interna considera que no es particularmente innovadora. Parece una diferenciación artificial del producto o servicio.
Hay un beneficio para el consumidor	¿La innovación ofrece una buena perspectiva de beneficio identificable	Es probable que la innovación conduzca a un mejor trato para el consumidor directa o	Posible impacto perjudicial para los consumidores, los mercados o el sistema financiero

Criterio	Pregunta fundamental	Indicadores positivos	Indicadores Negativos
	para los consumidores (ya sea directamente o a través de una mayor competencia)?	<p>indirectamente, por ejemplo, a través de servicios de mayor calidad o precios más bajos debido a una mayor eficiencia.</p> <p>La empresa ha identificado posibles riesgos para el consumidor y propuso mitigarlos.</p> <p>La innovación promoverá una competencia efectiva.</p>	Parece diseñado para eludir las obligaciones regulatorias o fiscales.
<p>Hay una necesidad de utilizar el RS</p>	¿La empresa tiene una verdadera necesidad de probar la innovación en los clientes reales y en el RS FCA?	<p>La innovación no encaja fácilmente en el marco regulatorio existente, por lo que resulta difícil o costoso llevar la innovación al mercado.</p> <p>Existe una clara necesidad de una herramienta de RS para probar este producto en un entorno real.</p> <p>El negocio no tiene medios alternativos de involucrarse con la FCA o lograr el objetivo de la</p>	<p>La realización de pruebas en un entorno real no es necesaria para para lograr el objetivo de la prueba.</p> <p>La empresa es capaz de realizar la prueba fácilmente sin el apoyo de la FCA.</p> <p>Un supervisor dedicado o el Centro de Innovación podrían responder a la consulta.</p>

Criterio	Pregunta fundamental	Indicadores positivos	Indicadores Negativos
		<p>prueba.</p> <p>El proceso de autorización completo sería demasiado costoso / oneroso para los fines de una breve prueba de la viabilidad de una innovación particular.</p>	
<p>La empresa está lista para ser probada</p>	<p>¿El negocio está listo para probar su innovación en un ambiente real?</p>	<p>Los planes de pruebas están bien desarrollados con objetivos claros, parámetros y criterios de éxito.</p> <p>Algunas pruebas se han realizado hasta la fecha.</p> <p>La empresa cuenta con las herramientas y los recursos necesarios para permitir las pruebas en el RS.</p> <p>La empresa cuenta con suficientes salvaguardias para proteger a los consumidores y está en condiciones de proporcionar la reparación</p>	<p>Los objetivos para las pruebas y / o los planes para las pruebas están subdesarrollados</p> <p>Poco o ningún ensayo se ha llevado a cabo sobre la innovación hasta la fecha.</p> <p>La empresa no tiene los recursos necesarios disponibles para realizar la prueba de RS.</p> <p>Las salvaguardias propuestas al cliente son inadecuadas y / o la empresa no puede proporcionar una reparación adecuada, en caso de ser necesario.</p>

Criterio	Pregunta fundamental	Indicadores positivos	Indicadores Negativos
		apropiada, en caso de ser necesario.	



c. Monitoreo de las pruebas al marco del RS

Para determinar un esquema de reporte y monitoreo que se adecue apropiadamente a la idea innovadora que se pretenda implementar por parte de determinada empresa, la FCA y la empresa correspondiente negociarán los requerimientos de reporte de información, determinando los plazos de reporte a través de la duración de la prueba bajo el marco del RS.

A manera de conclusión, este mecanismo no es uno que se haya utilizado en nuestra legislación pero lo encontramos de gran utilidad, mas aun cuando se trata de innovaciones tecnológicas sobre las que no hay datos experimentales. Los beneficios que trae este mecanismo es que, sobre la base de datos reales, la regulación puede ser ajustada a efectos de que la misma funcione y cumpla los objetivos para los que ha sido promulgada.

Reguladores en Estados Unidos, Australia, Singapur y Japón han seguido este estándar, habilitando espacios de diálogo con el sector privado para fomentar la innovación financiera en un entorno de estabilidad y protección del consumidor.

d. ¿Funcionarían los espacios seguros para las MIPYME?

Es necesario que lo señalado en los párrafos precedentes considere las características especiales de las MIPYME. Es decir, el gran inconveniente de la aplicación de este mecanismo sería el alto nivel de informalidad que existe en este nivel de empresas. Por ello, resulta conveniente que este tipo de medidas esté acompañado de un programa en conjunto destinados a formalizar a las empresas así como otorgarles otros beneficios que hemos podido describir a lo largo del documento.

Hay un gran reto al determinar la manera en que debería aplicarse este medio (de gran utilidad) para el caso específico de las MIPYME, siempre respetando las características específicas de estas empresas. Resulta conveniente que la misma figura del *sandbox*

pueda incluso funcionar como un “incentivador” a que diferentes empresas busquen la formalización, siendo conscientes de los beneficios que ello les traería en el desarrollo de sus negocios.

e. ¿Espacios seguros compartidos?

Si bien el análisis del presente documento se basa únicamente en el *crowdlending*, tenemos entendido, que el regulador local del mercado de capitales también está en proceso de emigrar a una tendencia regulatoria de regulación específica. En esa medida, si existiesen propuestas para que este mecanismo, tal como se propone en el presente trabajo, ayude también a las MIPYME en el mercado de capitales, sería conveniente esbozar un esquema de espacios seguros compartidos. Nos explicamos. Hemos mencionado a lo largo del documento, la importancia de que exista coordinación entre los distintos reguladores que intervienen en el proceso. Es así que puede darse el caso que se tenga a las mismas empresas objetivo probando los denominados espacios seguros. Lo que se propone es que dichas pruebas sean tomadas considerando ambos mecanismos de financiamiento de forma paralela (a través de préstamos y a través de emisiones de valores). En consecuencia, lo que se busca es que ambas sean reales alternativas de financiamiento para el público objetivo y que sean entendidas en su conjunto y testeando las reglas de juego que resultan de aplicación en ambos casos.

En ese sentido, en función a los parámetros descritos, en aplicación del caso concreto, podríamos aludir a los siguientes factores:

1. Duración: el mecanismo debe tener un periodo determinado. Hemos visto que el periodo varía (discrecionalmente) entre 6 meses y dos (2) años. Será relevante considerar el tipo de negocio del que se trata y cuál es el estimado de tiempo para poder obtener los resultados que se buscan.
2. Número de participantes: no existe un número exacto pero dependerá del sector. En el documento se busca atender a un sector que representa más del 90% de la economía local. Sin

perjuicio de ello, en atención al número actual de plataformas, se deberían hacer las pruebas considerando un porcentaje mínimo.

3. Selección: se deben identificar claramente a las empresas que estarían dispuestas a someterse a este mecanismo.
4. Protección: la información que se otorgue a la empresa debe ser tal, que ésta conozca en todo momento los riesgos de la actividad y de la prueba en sí misma. Se deben ofrecer las protecciones necesarias para incentivar la participación de distintas empresas en las pruebas.
5. Revelación de información: al momento de operar, la empresa sujeta al mecanismo de prueba, debe informar a las MIPYME el mecanismo en el que se encuentra y, de ser el caso, las protecciones y garantías con las que cuenta.
6. Publicación de datos: el regulador debe encargarse de definir sus responsabilidades y funciones en el mecanismo así como proporcionar información sobre el mecanismo en cuestión.
7. Planes de la prueba: debe existir un cronograma específico que incluya todas las actividades, medidas, protecciones y evaluaciones que van a efectuarse.

Existen distintos autores que han opinado sobre cómo debería ser el proceso del *regulatory sandbox* considerando el contexto local. Sin embargo, nos gustaría destacar la propuesta de Bregante (2017), en la que se establecen tres (3) distintas etapas para ello: (i) la etapa de aplicación (en la que la empresa que desee participar de las pruebas, presenta a la autoridad competente, el proyecto que busca implementar); (ii) la etapa de implementación (en la que se acuerdan las condiciones en las que se implementará el proyecto) y; (iii) la etapa de experimentación (en la que se inicia el desarrollo del proyecto, conforme a la solicitud planteada).

Siempre con la finalidad de que el *crowdfunding* sea una alternativa de financiamiento de las MIPYME, resulta conveniente que las plataformas que se postulen a este procedimiento tomen en consideración el público objetivo que busquen atender.

Se propone este mecanismo adicional como una herramienta en la regulación que finalmente sea emitida con la finalidad de (i) innovar en las buenas prácticas regulatorias y; (ii) contar con factores objetivos que permitan medir el impacto real de la regulación en una industria naciente.



V. CONCLUSIONES

1. Las MIPYME son entidades definidas de distintas maneras bajo la regulación vigente local. De cara al presente documento, se ha adoptado la definición contable proporcionada por la SBS.

En ese escenario, las estadísticas presentadas muestran que dichas entidades presentan ciertos inconvenientes en cuanto al acceso a fuentes de financiamiento (atendiendo a monto del financiamiento, costo del mismo y tiempo en que se obtiene dicho financiamiento).

2. La regulación aplicable contable de la SBS (para las MIPYME) nos permiten concluir que las MIPYME tienen una naturaleza particular, la misma que debe ser respetada en cualquier modalidad de financiamiento que se utilice. Dicha naturaleza especial, atiende, principalmente, a la alta rotación de los activos de la empresa, la rapidez con la que requieren los financiamientos y la ausencia de garantías para ofrecer. En tal medida, al momento de esbozar una propuesta de financiamiento para este tipo de personas que se reconozca y atienda a sus particularidades. De no entender esta naturaleza especial, la fuente de financiamiento propuesta se convertirá en una propuesta meramente teórica sin un impacto real en el mercado.
3. El *crowdfunding* surge como una respuesta a la variación de los modelos de financiamiento tradicionales, luego de la última crisis financiera. En tal medida, definimos el *crowdfunding* como el mecanismo de financiamiento por el que, a través de un intermediario no financiero y electrónico, los agentes superavitarios (asumiendo el riesgo crediticio de la contraparte) deciden otorgar cantidades de dinero a un agente deficitario, a cambio de una rentabilidad, un premio o de cualquier otro bien que sea acordado por las partes. Nuestra propuesta a lo largo del documento es el análisis del uso de esta alternativa de financiamiento para las MIPYME.
4. En ese sentido, es relevante reconocer que el *crowdfunding* también tiene características particulares: (i) es un mecanismo de financiamiento que tiene como intermediario a una plataforma electrónica; (ii) permite conectar a agentes deficitarios con agentes superavitarios; (iii) el riesgo principal de

no pago (riesgo crediticio de contraparte) es asumido por quienes actúan como inversionistas; (iv) dado que usualmente se trata de cantidades pequeñas de dinero, ello permite distribuir el riesgo entre los diversos participantes y; (v) el uso de los fondos dependerá de las necesidades del agente deficitario.

La modalidad de *crowdfunding* analizada en el presente documento es la de *crowdlending* en el marco de que sea considerada como una fuente de financiamiento para las MIPYME. El *crowdlending* ha sido definido como un modelo que permite recibir financiamiento directamente por parte de agentes superavitarios sin necesidad de acudir a bancos o a entidades financieras (lo conocido como la banca tradicional). Está dirigido a cualquier tipo de empresas con cualquier negocio o proyecto (sin perjuicio de que la plataforma brinde la información necesaria para los prestamistas decidan en qué empresa invertir). En esa línea, por medio de una plataforma en línea los agentes deficitarios reciben préstamos directamente de muchos inversionistas particulares. Dichos préstamos deben ser devueltos de acuerdo a los términos de plazo y tasa de interés pactados por las partes a través de la plataforma.

Esta definición contribuye a que las MIPYME accedan a esta nueva fuente de financiamiento en función a las necesidades planteadas anteriormente.

5. Sin perjuicio de los innegables beneficios del *crowdlending* (específicamente para las MIPYME, atendiendo las necesidades antes descritas) esta figura importa también una serie de riesgos (que pueden ser identificados en función al participante de la plataforma correspondiente).

En el entendido de los riesgos que importan para todos los intervinientes, consideramos que sí resulta conveniente que se regule esta figura, con la finalidad de (i) en relación a los prestatarios, esta nueva fuente de financiamiento sea una accesible pero que contenga las provisiones necesarias que mitiguen riesgos generales (específicamente para las MIPYME, quienes tienen una naturaleza particular); (ii) en relación a la plataforma, proponer ciertas acciones regulatorias mitigantes de riesgos que permitan generar un entorno competitivo para el desarrollo de otras

plataformas y; (iii) en relación a los prestamistas, que se definan claramente las obligaciones y derechos de cada una de partes y los mecanismos suficientes para ejercer sus derechos a través de ciertos lineamientos de protección al usuario de estas plataformas.

6. Consideramos que a efectos de que esta figura sea una alternativa de financiamiento real para las MIPYME se deberá proponer una regulación específica atendiendo a que se estarían prestando servicios financieros. Cabe señalar que la regulación no sería como intermediación financiera (siempre que se asuma el modelo analizado en el documento) sino de un servicio financiero. Los objetivos regulatorios son la estabilidad del sistema financiero y la protección del consumidor financiero y como principio constitucional que sustenta dichos objetivos es el que se encuentra enfocado a la promoción de las pequeñas empresas.
7. En función a la tendencia regulatoria definida, se propone considerar una serie de lineamientos que respondan a las necesidades particulares de las MIPYME. De manera particular, sería relevante considerar dos (2) aspectos: (i) la segregación de cuentas como mecanismo de distinción de los fondos de propiedad de la plataforma y de los demás participantes de la plataforma y; (ii) la posibilidad de que la plataforma se encuentre acompañada de una garantía estatal o proveniente de entidades multilaterales que puedan contribuir a la mitigación del riesgo de crédito de las MIPYME.
8. Como todo nuevo negocio, a efectos de impulsar su desarrollo y crecimiento, sería recomendable que estas iniciativas incorporen ciertos beneficios de índole (principalmente tributaria). En ese sentido, lo ideal es que por el lado de la MIPYME esto funcione como un financiamiento a través del sistema financiero y pueda deducir gastos y estar exonerado del pago de IGV y medidas similares. Por el lado de los prestamistas, lo ideal es que este mecanismo de financiamiento sea comparado con otra alternativa de inversión (i.e. por ejemplo, depósitos a plazo o participación en fondos mutuos).
9. Resulta interesante e importante que se analice la posibilidad de establecer “espacios seguros” atendiendo a la innovación de estos nuevos

productos. Así, estos espacios permiten una pre-autorización para un periodo de prueba del producto o servicio en el mercado, antes de su lanzamiento. Esto fomenta la innovación en soluciones, ya que en la fase de prueba no necesitan someterse a tantos requisitos, y ofrece gran agilidad para probar nuevos modelos de negocio *fintech*. Específicamente, se propone también que, en atención al establecimiento de una regulación paralela en mercado de valores, las propuestas que se planteen tanto en el sector financiero como en el mercado de capitales sean reales alternativas de financiamiento para el público objetivo (las MIPYME) y que sean entendidas en su conjunto, testeando las reglas de juego que resultan de aplicación en ambos casos. Es decir, deben ser medidas de forma conjunta para tener un resulta real del impacto del funcionamiento de ambas regulaciones en forma simultánea.



VI. BIBLIOGRAFÍA

1. Páginas web

- www.smv.gob.pe
- www.sbs.gob.pe
- www.bcrp.gob.pe
- www.mef.gob.pe
- www.sunat.gob.pe
- www.trabajo.gob.pe
- <http://aempresarial.com/web/informativo.php?id=11049>
- www.iosco.org
- www.produce.gob.pe

2. Recursos electrónicos

Afluenta (2017). El BID y Afluenta firman convenio para impulsar préstamos verdes. Recuperado en: https://www.afluenta.com/press/pressContentArticle/id/323/cod/el_bid_y_afluenta_firman_convenio_para_impulsar_prestamos_verdes.

Alloum, Damian & Vigier, Hernán (1997). Los Problemas del Financiamiento de la Pequeña y Mediana Empresa: LA RELACION BANCOS - PYMES. Recuperado en: https://www.researchgate.net/publication/306324363_Los_Problemas_del_Financiamiento_de_la_Pequeña_y_Mediana_Empresa_LA_RELACION_BANCOS_-_PYMES

ASBANC (2017). Créditos Mype crecen 4.04% a noviembre 2017. Recuperado en: http://www.asbanc.com.pe/Informes%20de%20Prensa/CREDITOS_MYPE_Noviembre_2017.pdf

ASBANC (2015). Mypes: Un mercado potencial. Recuperado en <http://www.asbanc.com.pe/Paginas/Noticias/DetalleNoticia.aspx?ItemID=164>.

ASEP (2015). MYPES aportan el 40% del PBI. Recuperado en: <https://asep.pe/mypes-aportan-el-40-del-pbi/>

Banco de Pagos Internacionales (2011). Principios Básicos para una supervisión bancaria eficaz (Los Principios Básicos de Basilea). Recuperado en: http://www.bis.org/publ/bcbs213_es.pdf.

BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). 2017. "Fintech: Innovaciones que no sabías que era de América Latina y el Caribe" Recuperado en: <https://publications.iadb.org/handle/11319/8265>

BBVA Research (2016). RegTech, la nueva palabra mágica en FinTech. Madrid. Recuperado en: <https://www.bbvaresearch.com/public-ompuesta/situacion-economia-digital-febrero-2016/capitulo/regtech-la-nueva-palabra-magica-en-fintech/>.

BCRP (2017). Reporte de Estabilidad Financiera. Recuperado en: <http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/reporte-de-estabilidad-financiera.html>.

Beaullieu, T.; Sarker, S.; & Sarker, S. (2015). A Conceptual Framework for Understanding Crowdfunding. *Communications of the Association for Information Systems: Vol. 37, Article 1*. Recuperado en: <http://aisel.aisnet.org/cais/vol37/iss1/1>.

Belleflamme, P. & Lambertz, T. (2014). Crowdfunding: some empirical findings and microeconomic underpinnings. *Revue Bancaire et Financiere*, 4, 288-296. Recuperado en: <http://perso.uclouvain.be/paul.belleflamme/papers/RBF2014.pdf>

Belleflamme, P., Lambert, T., & Schvienbacher, A. (2010). Crowdfunding: An industrial organization perspective. *Prepared for the workshop Digital Business Models: Understanding Strategies', held in Paris on June* (pp. 25-26).

- Bowman, B. (2015). A Comparative Analysis of Crowdfunding Regulation in the United States and Italy. *Wisconsin International Law Journal*, 33318.
- Bregante, D. (2017). "Regulatory Sandbox: Innovación regulatoria en los tiempos de las Fintech". Recuperado en: <http://www.felaban.net/monografias/ganadores/2017/DARIO%20BREGANTE%20TASSARA%20-%20PERU%20-%20REGULATORY%20SANDBOX%20INNOVACION%20REGULATORIA%20EN%20LOS%20TIEMPOS%20DE%20LAS%20FINTECH.pdf>
- Bruton, G; Khavul, S.; Siegel, D. & Wright, M. (2015). New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-to-Peer Innovations. Recuperado en: http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/etap.12143/epdf?r3_referer=wol&tracking_action=preview_click&show_checkout=1&purchase_referrer=www.google.es&purchase_site_license=
- Cheok, J. (2015). Crowdlending provides new financing option for SMEs. *The Business Times*. Recuperado en: <https://search-proquest-com.ezproxybib.pucp.edu.pe/docview/1673795443?accountid=28391>
- Cheok, J. (2015). Crowdlending sector seeks clearer rules. *The Business Times*. Recuperado en: <https://search-proquest-com.ezproxybib.pucp.edu.pe/docview/1708183479?accountid=28391>
- Chen, L. (2016). *From Fintech to Finlife: the case of Fintech Development in China*. *China Economic Journal*, 9:3, 225 – 239.
- Chorzempa, M. (2016). P2P Series Part 2: Regulating China's Plethora of P2P Players. Recuperado en: <https://piie.com/blogs/china-economic-watch/p2p-series-part-2-regulating-chinas-plethora-p2p-players>.
- Chover Otero, H. (2015). Instrumentos financieros de apoyo a la financiación de las PYMEs. <http://hdl.handle.net/10251/59516>.

Comisión Europea. Bruselas 3 de mayo de 2016, SWD (2016) 154 final.

Recuperado en:

<https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2016/EN/10102-2016-154-EN-F1-1.PDF>

Consejo Nacional de Inclusión Financiera (2016). Reporte Nacional de Inclusión Financiera 7. Recuperado en:

<http://www.cnbv.gob.mx/Inclusi%C3%B3n/Documents/Reportes%20de%20IF/Reporte%20de%20Inclusion%20Financiera%207.pdf>

Cuya, M. (2017). La disrupción de las startups FinTech en el mundo financiero. Recuperado en:

<http://repositorio.pucp.edu.pe/index/bitstream/handle/123456789/70687/La%20disrupci%C3%B3n%20de%20las%20startups%20FinTech%20en%20el%20mundo%20financiero.pdf?sequence=1>

De Evan, P. (2016). La evolución del Fintech: en 2018 más del 30% de las pymes españolas utilizará un servicio Fintech. Recuperado en:

<http://ecommerce-news.es/servicios/metodos-de-pago/la-evolucion-del-fintech-2018-mas-del-30-las-pymes-espanolas-utilizara-servicio-fintech-36502.html>.

Díaz, A. & De Erice, E. (2015). Necesidad de regulación del crowdfunding en España. En: *Newsletter Sector Banca. Thomson & Reuters*. Pág. 16.

El País (2013). Ampliando la definición de pyme. Recuperado en:

<https://app.vlex.com/#vid/464616310>.

Fernández Ventosilla, A. (2015). Viabilidad y atractivo de los mercados alternativos bursátiles para pymes en España y Perú. Recuperado en:

<http://blog.pucp.edu.pe/blog/contribuyente/2015/03/12/viabilidad-y-atractivo-de-los-mercados-alternativos-burs-til-es-para-pymes-en-espa-a-y-per/>

Financial Conduct Authority (2016). Regulatory Sandbox. Recuperado en: <https://www.fca.org.uk/firms/project-innovate-innovation-hub/regulatory-sandbox>.

Financial Conduct Authority (2015). A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media. Recuperado en: <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf>

Follak, K. P. (2016). Crowdfunding in international and national regulatory frameworks. *Banking & Finance Law Review*, Vol. 32 Issue 1, p167-181. Recuperado en: <https://search.proquest.com/docview/1843837007?accountid=28391>

GAO United States Government Accountability Office (2011). Person-to-Person Lending: New Regulatory Challenges Could Emerge as the Industry Grows. Recuperado en: <http://www.gao.gov/new.items/d11613.pdf>

Gibson, C. T., McGrath, M., Juster, K., & Dickerson, J. (2016). Regulation crowdfunding for issuers and intermediaries (part II of II). *The Investment Lawyer*, 23(3), 1-18. Recuperado en: <https://search.proquest.com/docview/1783989437?accountid=28391>

Global Microscope (2016). Recuperado en: <http://www.fomin.org/es-es/PORTADAOld2015/Conocimiento/DatosdeDesarrollo/Microscopio.aspx>.

Goodhart, C. (2010). How should we regulate bank capital and financial products? What role for "living wills"? *Rev. econ. inst.* vol.12 no.23 Bogotá.

González Soriano, F. (2016). Crowdsourcing: una alternativa para el emprendimiento en las PYMES. Conference Paper. Recuperado en: https://www.researchgate.net/publication/316257167_Crowdsourcing_una_alternativa_para_el_emprendimiento_en_las_PYMES?enrichId

=rgreq-85fc4d83b106089053b8a7cc2713b7ba-
XXX&enrichSource=Y292ZXJQYWdlOzMxNjI1NzE2NztBUzo0ODQ5
ODU1MTQ3OTUwMDhAMTQ5MjY0MDk2NTQzMg%3D%3D&el=1_x
_2&_esc=publicationCoverPdf.

Harper, A. (2015). Three Ways A Cognitive Bank Will Help Manage Your Life. *Forbes Brand Voice*. Recuperado en:
<http://www.forbes.com/sites/ibm/2015/10/12/three-ways-a-cognitive-bank-will-help-manage-your-life/#bd598981e039>

Herrera, D. (2016). Alternative Finance (Crowdfunding) Regulation in Latin America and the Caribbean. Recuperado en:
<https://publications.iadb.org/handle/11319/7837>

Hirtle, B., Kovner, A., & Plosser, M. (2016). The Impact of Supervision on Bank Performance. New York: Federal Reserve Bank of New York.

Huang, (Robin) Hui (2016). Online P2P Lending and Regulatory Responses in China: Opportunities and Challenges. *European Business Organization Law Review*, 2017 Forthcoming. Recuperado en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2991993

IFC (2011). IFC Servicios de Asesoría en América Latina y El Caribe - Acceso a Financiamiento. Recuperado en:
https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/b5963b804756f3019f8abf37b5ac3532/A2F_Product_Card_SME_MAR2011_SP.pdf?MOD=AJPERES

INEI (2015). Perú: Características Económicas y Financieras de las Empresas, 2014. Recuperado en:
<http://www.regionlalibertad.gob.pe/ineiestadisticas/libros/libro21/libro.pdf>

INEI (2014). Resultados de la Encuesta de Micro y Pequeña Empresa, 2013. Recuperado en:
[http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/785DB90DB724EC8905257D88005ABDC9/\\$FILE/9.resultado_encuesta_micro_peque%C3%B1a_empresa.pdf](http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/785DB90DB724EC8905257D88005ABDC9/$FILE/9.resultado_encuesta_micro_peque%C3%B1a_empresa.pdf).

IOSCO (2015). Crowdfunding, 2015 SURVEY RESPONSES REPORT.
Recuperado en:
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf>.

IOSCO (2014). Kirby, Eleanor y Worner, Shane. Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast. Recuperado en:
<https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>

Jiménez Chocano, José A. (2004). Una posible explicación sobre la concentración de la propiedad accionaria en las empresas peruanas. *Ius et veritas* 28, páginas 76-98.

Kirby, E. and Worner, S. (2014). Crowd-funding: An infant Industry Growing Fast. IOSCO. Recuperado en:
<https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>.

Labarta, C. (2014). Presente y futuro del crowdfunding como fuente de financiación de proyectos empresariales. *Revista Española de Capital Riesgo*, N° 1 - 2014.

Leela, V. (2016). Crowdfunding: A study of risk factors. *South Asian Journal of Management*, Vol. 23 Issue 3, p170-192.

López, J. (2016). Una mala regulación de Crowdfunding podría matar la industria. Recuperado en:
<http://expansion.mx/tecnologia/2016/09/08/una-mala-regulacion-de-crowdfunding-podria-matar-a-la-industria>

Lovera López, M.; Paco Apaza, E.; & Palomino Palomino, H. (2017). Tesis: Factores críticos de éxito para el acceso de la mediana empresa al mercado alternativo de valores. Recuperado en:
<http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/123456789/9418>.

Microfinance Barometer (2016). Recuperado en:

<http://www.convergences.org/wp-content/uploads/2016/09/BMF-EN-FINAL-2016-Version-web.pdf>.

Miller, T. (2000) Microfinanzas Las lecciones aprendidas en América Latina. Recuperado en:

<https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/3023/Microfinanzas:%20Las%20Lecciones%20Aprendidas%20en%20Am%C3%A9rica%20Latina.pdf?sequence=1>

M. Guerrero, Focke, K. & Pereira; A - Banco Interamericano de Desarrollo (2011). Supervisión Basada en Riesgos: definición del Marco Conceptual. Recuperado en:

<http://services.iadb.org/wmsfiles/products/Publications/36539259.pdf>

Monetary Authority of Singapore (2016). FAQs on Lending-based Crowdfunding. Recuperado en:

<http://www.mas.gov.sg/~media/MAS/Regulations%20and%20Financial%20Stability/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Securities%20Futures%20and%20Fund%20Management/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/FAQs/FAQs%20on%20Lending%20based%20Crowdfunding.pdf>

Morisaki, A. (2016). Entorno actual, fortalezas y retos de las microfinancieras. En: *Asbanc Semanal 197, Año 6*. Lima: ASBANC.

Morita, H. (2016). Crowdfunding in Japan: Current Regulation and the Future of Business. Recuperado en:

SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2752312>

Morse, A. (2015) Peer-to-peer crowdfunding: information and the potential for disruption in consumer lending. *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 7, p463-482. Publisher: Annual Reviews Inc. Recuperado en: <http://www.nber.org/papers/w20899>

Pesca Gómez, H. (2017). Crowdfunding y el financiamiento de pyme en Colombia. Recuperado en:

<http://revistas.usergioarboleda.edu.co/index.php/ceye/article/view/628/532>

PRODUCE (2014). Estadísticas de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (MIPYME). Recuperado en: <http://demi.produce.gob.pe/estadistica/mypime>

Ridley, D. (2016). Will New Regulation on Crowdfunding in the United Kingdom and United States Have a Positive Impact and Lead to Crowdfunding Becoming an Established Financing Technique? *Statute Law Review*, Vol. 37, No. 1, 57–76.

SBS (2016). Tasa de interés promedio de las empresas financieras. Recuperado en: <http://www.sbs.gob.pe/app/pp/EstadisticasSAEEPPortal/Paginas/TIActivaTipoCreditoEmpresa.aspx?tip=F>

Silva, M. (2017). El acelerado crecimiento de las fintech y los desafíos para su regulación. *Revista Moneda No. 171*, Noviembre. Recuperado en: <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/moneda-171/moneda-171-08.pdf>

Súmar, O. (2012). Cinco errores frecuentes en la justificación de proyectos legislativos: una perspectiva económica. *Revista Themis No. 62*, p 27-42.

Súmar, O. (2011). Protección de Libertades Económicas por el Tribunal Constitucional del Perú: Un análisis estadístico y econométrico. Recuperado en: <https://centrocedec.files.wordpress.com/2010/06/libertades-econc3b3micas-versic3b3n-final-castellano-5-de-julio-2011.pdf>

Rodríguez de las Heras Ballell, T. (2014). El Crowdfunding como mecanismo alternativo de financiación de proyectos. *Revista de Derecho Empresarial. San José, Costa Rica 1 – febrero. Págs. 121-140.*

Schwienbacher, A. and Larralde, B. (2010). Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. Book chapter forthcoming in Handbook of Entrepreneurial Finance (Oxford University Press). Recuperado en: <http://ssrn.com/abstract=1699183>.

Tor Jansson, T. Rosales, R. y Westley, G. (2003) Principios y prácticas para la regulación y supervisión de las microfinanzas. Recuperado en: <https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/5139/Principios%20y%20pr%C3%A1cticas%20para%20la%20regulaci%C3%B3n%20y%20supervisi%C3%B3n%20de%20las%20microfinanzas.pdf?sequence=1>

Tribunal Constitucional (2005). Sentencia del Tribunal Constitución de fecha 11 de julio del 2005 del Exp. N° 3330-2004-AA/TC. Recuperado en: <https://textos.pucp.edu.pe/pdf/4832.pdf>

Tripathy, A. (2016) Crowdfunding In India A Trend Gone Wrong? Recuperado en: <http://www.psalegal.com/upload/publication/assocFile/ENewslineOctober2016.pdf>

URF (2016). Documento de Consulta. Alternativas de regulación del crowdfunding. Recuperado en: http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP_MH_CP_WCC-049581%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased.

Vergara, M. (2017). FinTech: Innovación bancaria con Responsabilidad Social. Recuperado en: <http://www.felaban.net/monografias/ganadores/2017/MARIA%20EMILIA%20VERGARA%20BONILLA%20-%20ECUADOR%20-%20FINTECH%20INNOVACION%20BANCARIA%20CON%20RESPONSABILIDAD%20SOCIAL.pdf>

- Viotto da Cruz, J. (2015) Competition and Regulation of crowdfunding platforms: a two-sided market approach. *En Digiworld Economic Journal*, 99, 3rd Q. 2015, p. 33.
- Vodanovic Ronquillo, L. (2012). Una visión global de la regulación financiera y una propuesta interesante: el caso de Inglaterra. *Revista ius et veritas* 44.
- Woolard, C. (2016) Speech by Christopher Woolard, FCA Director of Strategy and Competition, delivered at the Innovate Finance Global Summit on 11 April 2016. Recuperado en:
<https://www.fca.org.uk/news/speeches/innovate-finance-global-summit>
- Yang, H. (2017). The UK's Fintech Industry Support Policies and its Implications. *KIEP Research Paper, World Economy Brief 17-05*. Recuperado en:
SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2919191> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2919191>
- Zunzunegui, F. (2015). Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding). Recuperado en: http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2015/07/zunzunegui-wp-3_2015-regimen-juridico-de-las-plataformas-de-financiacion-participativa.pdf
- Zunzunegui, F. (2015). Shadow Banking, Crowdfunding y Seguridad Jurídica (Shadow Banking, Crowdfunding and Legal Certainty). *Papeles de Economía Española*, ISSN: 0210-9107, 146, pp. 145-159. Recuperado en: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2806483>.

ANEXO I

Resumen del régimen regulatorio en materia de *crowdfunding* en algunos países de la Unión Europea

(Comisión Europea, 2016)

Criterio	España	Francia	Reino Unido	Portugal
Régimen a la medida	Sí	Sí	Sí	Sí
Entrada en rigor	29 de abril de 2015	1 de octubre de 2014	1 de abril de 2014	2016
Alcance de prestatarios y prestamistas	Consumidores a compañías; compañías a compañías; consumidor a consumidor. Los préstamos se pueden solicitar par; negocios, educación o proyectos de consumo.	Consumidores a compañías; compañías a compañías; consumidor a consumidor (sólo si el préstamo aplica para un proyecto de educación).	Consumidores a compañías; consumidor a consumidor; compañías a compañías (sólo si hay un único prestatario, o si hay una asociación entre dos o tres personas de un cuerpo uni incorporado y el préstamo no supera los £25.000).	Consumidores a compañías; compañías a compañías. Los fondos deben recaudarse para entidades de financiación o para sus proyectos o actividades.
Autorización	Autorización y registro a manos de CNMV luego de una opinión y aval obligatorio del	Registro con ORIAS (asociación a cargo de un registro único de intermediarios	Autorización emitida por la FCA. Las plataformas también podrán necesitar otros permisos	Sucede lo mismo que en el <i>investment based crowdfunding</i> .

Criterio	España	Francia	Reino Unido	Portugal
	Banco de España.	financieros). La ORIAS debe revisar si la plataforma cumple con los requisitos legales (competencia y conocimiento y seguro profesional). Las plataformas son reguladas por la ACPR y supervisadas por la DGCCRF con relación a la protección del consumidor. No se requiere autorización ex-ante.	dependiendo de las actividades que realicen.	
Manejo del Dinero	Las plataformas sólo pueden recibir fondos en nombre de inversionistas o prestatarios siempre y cuando la plataforma	Las plataformas pueden proveer servicios de pago y al hacerlo, deben seguir las reglas específicas que aplican al servicio.	Las firmas responsables por dinero de clientes, están sujetas a las reglas del Libro de Activos de Clientes de la FCA, particularmente las	Sucede lo mismo que en el <i>investment based crowdfunding</i>

Criterio	España	Francia	Reino Unido	Portugal
		(Institución de crédito, institución de pago, institución de dinero electrónico.)	reglas de dinero del cliente, que aseguran el cuidado del mismo.	
Requisitos de Capital Mínimo	€60.000 (capital de participación), o seguro de responsabilidad profesional o una combinación de ambos. Si los fondos recaudados superan los €2 millones, el capital mínimo será de €120.000.	Ninguno. (Pero deben tener seguro de responsabilidad profesional).	€50.000 o un porcentaje de fondos prestados – el que sea más alto.	Sucede lo mismo que en el <i>investment based crowdfunding</i>
Tipo de Préstamos	Préstamos a intereses fijos o variables; préstamos de participación de utilidades; préstamos subordinados;	El préstamo no puede exceder €1 millón, a tasa fija y un máximo de siete años. Sólo personas naturales están autorizadas para	Todo tipo de préstamos, incluyendo asegurados y no asegurados, préstamos a negocios y préstamos a consumidores.	Préstamos cuyas tasas de intereses sean determinadas en la suscripción.

Criterio	España	Francia	Reino Unido	Portugal
	préstamos asegurados o no asegurados (pero no deben ser asegurados por hipoteca sobre el inmueble principal del deudor).	prestar en una plataforma IFP con un monto máximo de €1000 por proyecto.		
Requisitos de continuidad de funciones	Las plataformas deben tener mecanismos efectivos que aseguren que, de surgir una cesión en las actividades, los servicios mínimos sigan siendo llevados a cabo en los proyectos que recibieron financiación.	La IFP debe definir y organizar reglas que garanticen la continuidad de sus funciones, inclusive en el evento de fallo de la plataforma.	La IFP debe definir y organizar reglas que garanticen la continuidad de sus funciones, inclusive en el evento de fallo de la plataforma.	La plataforma debe definir, publicar y cumplir las políticas que ella misma fije para garantizar la continuidad de sus funciones.
Reglas KYC (idoneidad y funcionalidad: Chequeos AML)	Las plataformas deben evaluar la experiencia y el conocimiento de sus clientes y verificar que	Plataforma para establecer la identidad tanto del emisor como del inversionista.	Desde abril 6 2016: las firmas que proveen recomendaciones personales para invertir	Sucede lo mismo que en el <i>investment based crowdfunding</i>

Criterio	España	Francia	Reino Unido	Portugal
	<p>éstos pueden tomar sus propias decisiones de inversión y comprender y priorizar riesgos informáticos.</p>	<p>Cumplimiento con la legislación contra el lavado de activos y financiación del terrorismo. No se exigen tests de idoneidad o funcionalidad.</p>	<p>en acuerdos P2P, serán reguladas.</p> <p>No hay test de idoneidad.</p> <p>Las plataformas deben establecer, implementar y mantener política que aseguren que los empleados y las directivas cumplan con la legislación de lavado de activos y la financiación del terrorismo</p>	
<p>Tamaño de los Préstamos</p>	<p>€2 millones por proyecto por plataforma en un año. €5 millones si la oferta se limita a inversionistas acreditados.</p>	<p>€1 millón por año por proyecto (duración máxima de siete años).</p>	<p>No hay máximo</p>	<p>Sucede lo mismo que en el <i>investment based crowdfunding</i></p>

Criterio	España	Francia	Reino Unido	Portugal
Monto máximo de inversión	<p>Inversionistas no acreditados: €3.000 por proyecto y un máximo de €10.000 al año.</p> <p>Inversionistas acreditados: No hay límite. Estos inversionistas son: (i) inversionistas institucionales, (ii) compañías con €1 millón en activos, €2 millones en facturación anual o €300.000 en capital. (iii) Individuos con ingresos anuales de €50.000 o €100.000 en activos financieros</p>		No hay máximo	Sucede lo mismo que en el <i>investment based crowdfunding</i>
Transparencia de los	Descripciones	Los requerimientos	Cuando el acreedor no	Sucede lo mismo que

Criterio	España	Francia	Reino Unido	Portugal
prestatarios a los inversionistas	completas y claras de los proyectos.	deben aparecer en la plataforma	<p>presta en el curso del negocio y los prestatarios son consumidores: la plataforma debe proveer información pre-contractual adecuada a el prestatario. Todas las comunicaciones de la plataforma deben acoplarse a los requerimientos de la FCA.</p> <p>En los demás casos aplica la regulación del Acto de Crédito del Consumidor y la reglamentación de la FCA.</p>	en el <i>investment based crowdfunding</i>
Requerimientos de	Información acerca de	Advertir al prestatario	Información acerca de:	Sucede lo mismo que

Criterio	España	Francia	Reino Unido	Portugal
información & advertencias de riesgo por plataforma	la plataforma, sobre la forma de seleccionar los proyectos y sobre los préstamos en sí. Advertencias de riesgo generales.	acerca de los riesgos y proveer herramientas para que sepan los montos máximos que pueden pedir.	actividades, riesgos generales, detalles de contacto, reportes de resultado, autorizaciones y la política de conflictos de intereses. Descripciones generales acerca de los riesgos y la naturaleza de los proyectos. La plataforma debe enviar una carta informativa acerca de las inversiones y el dinero del cliente.	en el <i>investment based crowdfunding</i>
Debida Diligencia	La plataforma deberá verificar que la información sea	lataformas deben realizar procesos de debida diligencia al	No hay requisitos. Las compañías deben decidir sus propias	Sucede lo mismo que en el <i>investment based crowdfunding</i>

Criterio	España	Francia	Reino Unido	Portugal
	completa a la luz de la Ley de transparencia.	seleccionar proyectos y mostrar los criterios utilizados durante el proceso.	políticas y exponer la naturaleza de sus servicios y la información pertinente. Deben explicar lo que es un proceso de Debida diligencia y aconsejar a sus clientes a llevarla a cabo.	
Conflicto de intereses	La plataforma debe publicar una política acerca de conflicto de intereses; debe incluir a los directores y administradores. Los empleados, directores y administradores pueden invertir hasta el 10% de un proyecto y emitir hasta el 10% de fondos de un proyecto	N.A	Las plataformas deben organizarse de forma tal que eviten conflictos de intereses; los trabajadores y administradores de las plataformas no deben tener intereses opuestos a los de inversionistas. Donde no se pueda manejar el riesgo, debe ser advertido al público.	Sucede lo mismo que en el <i>investment based crowdfunding</i>

Criterio	España	Francia	Reino Unido	Portugal
	conseguido a través de la plataforma.			
Requisitos Profesionales	Conocimiento reconocido, experiencia profesional y reputación de directores y administradores	Buena reputación y virtudes profesionales.	<p>Condiciones de la FCA (por ejemplo: recursos apropiados, políticas de empleo y modelo de negocio coherente.)</p> <p>Los empleados que controlan el negocio deben ser honestos, íntegros, bien reputados y financieramente estables.</p>	Sucede lo mismo que en el <i>investment based crowdfunding</i>

ANEXO II

Resumen del régimen regulatorio en materia de *crowdfunding* en Estados Unidos de América

(IOSCO, 2015)

En la actualidad sujeto a la ley general de mercado de valores	Sujeto a un régimen especial	Sujeto a un régimen existente	Responsabilidad	Información adicional
Sí	Sí	No límites en cuanto a los valores que pueden ofrecer	No	La regulación permite a los emisores e intermediarios que usen ciertas exenciones para favorecer un marco regulatorio flexible para el <i>crowdfunding</i>
Requisitos de entrada	Conducta	Manejo de activos del cliente	<i>Due Diligence</i> obligatorio	Mitigación de riesgos
Sí (transacciones de CF deben llevarse a cabo a través de un <i>broker</i> tradicional o una plataforma registrados en la SEC)	Sí (i.e. políticas de KYC y mantenimiento de registros / reglas sobre conflictos de intereses, la prohibición de tener valores en el	Prohibición de financiación a plataformas para manejar activos de los inversores. Los fondos podrán administrarse	Intermediarios deberán denegar el acceso a una plataforma si tiene base razonable para creer que el emisor o sus directores/funcionarios	Intermediarios deberán denegar el acceso a una plataforma si tiene base razonable para creer que el emisor o sus directores/funcionarios

	emisor) (sujeto a ciertas condiciones)	por un <i>broker</i> o agente o distribuidor.	están sujetos a descalificación o existe el potencial para los problemas de protección de fraude o inversionista.	están sujetos a descalificación o existe el potencial para los problemas de protección de fraude o inversionista. Los intermediarios también se requerirán para proporcionar materiales educativos.
Restricciones al emisor		Otras restricciones		Otros requerimientos
Constituidas en uno de los 50 estados, un territorio o distrito de Columbia – el emisor no puede ser sujeto a requisitos de información o ser una empresa de inversión – SEC puede excluir categorías adicionales, conforme lo considere apropiado.		Cantidad total vendida a todos los inversores en no más de US\$1,000,000 durante el período de 12 meses anterior – solamente un intermediario puede utilizarse para llevar a cabo la oferta. Es deber del emisor revelar la cantidad objetivo y plazo.		Información específica sobre el emisor, incluyendo los Estados financieros requeridos. Régimen de responsabilidad civil especial se aplica a los emisores en el caso de información falsa o inexacta.
Documentos de la oferta	Obligaciones de información	Obligaciones permanentes	Acceso a la información de la	Otros

oferta				
Sí, contenido y forma establecidos por el regulador.	Sí, se incluye en los documentos de la oferta. Información anual también es requerida.	Obligación de actualización y obligación de remisión de información.	Se debe tener en la página web del emisor y ser presentada ante el regulador.	Restricciones a la promoción y publicidad de emisores.
Restricciones al inversionista	Derechos especiales	Limitación en la reventa	Educación	Conocimiento del riesgo
Si ingreso anual o patrimonio neto es menos de US\$100,000, entonces existe un límite, el que sea más bajo, entre US\$2,000 o el 5% de ingresos anuales o patrimonio neto. Si los ingresos anuales y patrimonio neto son iguales o superiores a US\$100,000, entonces el límite es del 10% de los ingresos anuales o	Derecho a cancelar un compromiso de inversión por cualquier razón hasta 48 horas antes de la fecha límite. Después de eso, la cancelación es posible en el caso de un cambio material a la oferta.	Sí, por un año a menos que la transferencia sea al emisor, un inversionista acreditado o un miembro de la familia, o la transferencia sea parte de una oferta registrada ante la SEC.	Intermediarios deberán obtener una declaración que el inversor ha revisado los materiales educativos.	Intermediarios deberán obtener consentimiento de los inversionistas a la entrega electrónica, un cuestionario completado por el inversionista demostrando su comprensión de los riesgos y una declaración que el inversor ha revisado los materiales educativos.

patrimonio neto, pero no debe exceder US\$100,000.				
--	--	--	--	--

