

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ
ESCUELA DE POSGRADO



**“EL CROWDFUNDING FINANCIERO COMO MECANISMO ALTERNATIVO DE
FINANCIAMIENTO PARA LA MICRO Y PEQUEÑA EMPRESA EN EL PERÚ:
APROXIMACIONES A UN ESQUEMA IDEAL DE REGULACIÓN”**

**TESIS PARA OPTAR EL GRADO ACADÉMICO DE MAGÍSTER EN DERECHO
BANCARIO Y FINANCIERO**

AUTORA:

Carolina Aquisé Niño de Guzmán

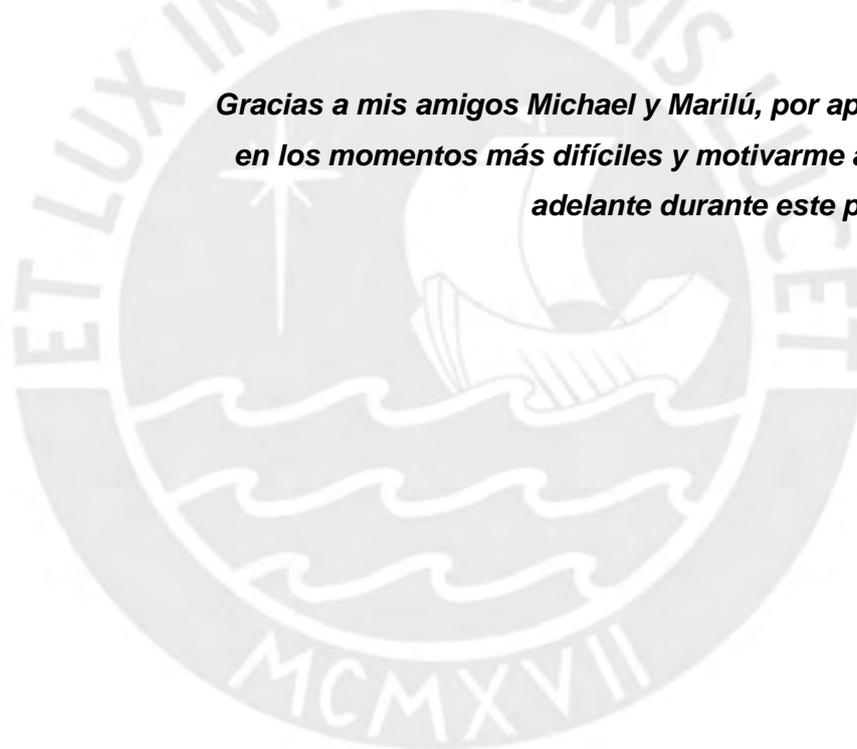
ASESORA:

Jeanette Sofía Aliaga Farfán

Lima, agosto 2018

A mis padres Bertha y Roberto, quienes me brindan su apoyo incondicional, así como todo su amor y paciencia. Todo cuanto soy ha sido posible gracias a su ejemplo.

Gracias a mis amigos Michael y Marilú, por apoyarme en los momentos más difíciles y motivarme a seguir adelante durante este proceso.



RESUMEN EJECUTIVO

La micro y pequeña empresa representa más del 90% del estrato empresarial de nuestro país, por lo que constituye un segmento importante en nuestra economía; sin embargo, este sector enfrenta serias dificultades para la obtención de financiamiento, en términos de costo y condiciones de accesibilidad. En dicho contexto, el presente trabajo describirá y analizará el mecanismo del *crowdfunding* financiero, de deuda o *equity*, como fuente alternativa de capital para la micro y pequeña empresa en el Perú, considerando sus especiales características y necesidades.

En ese sentido, el presente trabajo parte de la siguiente pregunta: *¿cómo debe regularse el crowdfunding financiero, de deuda y capital, para permitir su desarrollo como mecanismo de financiamiento alternativo de la micro y pequeña empresa en el Perú?*

Para responder a dicha interrogante, se identifican los factores a considerar para una propuesta de regulación especial, que permita lograr un equilibrio entre la protección del inversionista, el principio de transparencia de información y la necesidad de fomentar el desarrollo de las plataformas de financiamiento colectivo. Con dicho objetivo, se recomienda la aprobación de un marco legal general para las plataformas de financiamiento colectivo, de deuda y *equity*, que establezca sus condiciones mínimas de operatividad; además, se concluye que la Superintendencia de Mercado de Valores debe encargarse de la supervisión y regulación de dichas plataformas, quien emitirá la reglamentación especial que corresponda para establecer las obligaciones y condiciones mínimas de información que les resulten aplicables.

Finalmente, se propone que la legislación especial otorgue a la SMV la facultad de creación de un *sandbox* regulatorio para brindar autorizaciones temporales a las

plataformas de financiamiento en el modelo de *equity*, de forma previa a su reglamentación especial, a fin de determinar cuáles serían las exigencias y requisitos mínimos de operatividad que deban aplicarse para mitigar los riesgos propios de dicho modelo de negocio y, a su vez, permitan su desarrollo como fuente de financiamiento.



ÍNDICE GENERAL

| | |
|--|-------|
| Resumen ejecutivo | 3-4 |
| Introducción | 8-9 |
| CAPITULO I | |
| PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA | |
| 1. Descripción del problema | 10 |
| 2. Justificación de la investigación | 12 |
| 3. Hipótesis | 12 |
| 3. Objetivos de la investigación | 13-14 |
| CAPITULO II | |
| MICRO Y PEQUEÑAS EMPRESAS EN EL PERÚ: CARACTERÍSTICAS, FUENTES DE CAPITAL Y NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO | |
| 1. Emprendimientos, micro y pequeñas empresas | 15 |
| 1.1. Definición | 15 |
| 1.2. Importancia | 19 |
| 1.3. Dinámica empresarial | 20 |
| a) Nivel de crecimiento | 21 |
| b) Tasa de creación y salida de las Mype | 23 |
| c) Organización empresarial de la Mype | 26 |
| d) Tasa de actividad emprendora y nivel de innovación empresarial | 27 |
| e) Dinámica del proceso emprendedor | 27 |
| 2. Oferta de financiamiento | 29 |
| 2.1. Alternativas de financiamiento | 29 |
| 2.2. Condiciones de acceso a financiamiento | 34 |
| 2.3. Financiamiento a través del MAV: condiciones de la oferta y demanda | 36 |
| 3. Necesidades de financiamiento | 42 |
| 4. Conclusiones: | 46 |
| CAPÍTULO III | |
| CROWDFUNDING FINANCIERO COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA EL SEGMENTO MYPE EN EL PERÚ: IMPORTANCIA, PROBLEMAS Y FACTORES CLAVE PARA SU DESARROLLO | |
| 1. Consideraciones generales | 51 |
| 1.1. Antecedentes e importancia | 51 |
| 1.2. Modelos de crowdfunding | 52 |

| | |
|---|----|
| 2. Crowdfunding financiero | 54 |
| 2.1. Modalidades | 54 |
| a) <i>Crowdfunding</i> de préstamo participativo | |
| b) Debt-based crowdfunding o crowdfunding de valores de renta fija | |
| c) Equity crowdfunding o crowdfunding de valores de renta variable | |
| 2.2. Elementos del ecosistema | 56 |
| 2.3. Ventajas respecto a las fuentes tradicionales de financiamiento | 56 |
| 3. Crowdfunding financiero como alternativa de financiamiento según la experiencia comparada | 57 |
| 3.1. Diagnóstico de la industria a nivel global | 57 |
| 3.2. Plataformas de financiamiento colectivo: características, modelo de negocio y factores de éxito. | 60 |
| 4. Análisis comparativo: plataformas de financiamiento colectivo vs fuentes tradicionales de financiamiento para el segmento Mype | 67 |
| 5. Factores clave para desarrollar un ecosistema de crowdfunding financiero en el Perú | 71 |
| 5.1. Nivel de desarrollo del ecosistema en el Perú | 71 |
| 5.2. Nivel de desarrollo del Perú en contraste con otros países de América Latina | 74 |
| 5.3. Otros factores a considerar | 74 |
| 6. Demanda y oferta potencial | 75 |
| 7. Conclusiones | 79 |

CAPÍTULO IV

MARCO REGULATORIO PARA IMPULSAR EL CROWDFUNDING FINANCIERO COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LA MYPE EN EL PERÚ

| | |
|---|-----|
| 1. Razones para el diseño de un marco regulatorio especial | 85 |
| 1.1. Importancia del Mercado de Valores para reducir la brecha de financiamiento de la Mype | 86 |
| 2. Marco regulatorio para impulsar el crowdfunding financiero | 91 |
| 2.1. Desafíos de regulación en el Perú | 92 |
| 2.2. La gestión de los riesgos y las recomendaciones para la regulación del crowdfunding | 94 |
| 3. Panorama regulatorio para el crowdfunding | 96 |
| 3.1. Perspectivas respecto de la regulación del crowdfunding | 96 |
| 3.2. Una opción particular: la existencia previa de una experimentación regulatoria | 98 |
| 4. La regulación del crowdfunding en el Perú: la propuesta regulatoria | 102 |
| 4.1. El crowdfunding financiero: una actividad con limitaciones en el Perú | 102 |

| | |
|--|-----|
| 4.2. ¿Quién debe ser la autoridad competente respecto del crowdfunding financiero? | 103 |
| 4.3. ¿Cómo se debería diseñar la regulación para impulsar el crowdfunding? | 109 |
| 5. Conclusiones | 135 |
| Bibliografía | 136 |



INTRODUCCIÓN

En nuestro país, diversas publicaciones y estudios coinciden en la importancia de promover una mayor productividad de la micro y pequeña empresa (Mype), que representan más del 95% del total de empresas en el Perú y constituyen una fuente importante de generación de empleo; sin embargo, se identifican diversas barreras económicas, operativas y administrativas que limitan el crecimiento de dicho segmento. Cabe precisar que, por aspectos metodológicos de la presente investigación, no se incluirá el análisis de la mediana empresa, considerando que presentan características y condiciones sumamente diferenciadas frente al segmento Mype de nuestro país.

De acuerdo al estudio efectuado por la OCDE respecto a las perspectivas económicas de América Latina (OCDE/CEPAL/CAF, 2016, p. 230), la escasez de fondos de las pequeñas empresas de la región es generada por un bajo nivel de intermediación financiera. Asimismo, a diferencia de los países de la OCDE donde las pequeñas empresas obtienen el 25% del crédito en el sistema financiero, las pequeñas empresas latinoamericanas solo reciben el 12% del crédito total.

En ese sentido, se advierte que una de las mayores dificultades que encuentra la micro y pequeña empresa en sus primeros años de creación está referida al acceso a fuentes de capital que le permitan enfrentar las necesidades de financiamiento de la primera etapa de su negocio. En dicho periodo, usualmente, la Mype enfrenta un déficit de capital y requieren de financiamiento a corto y mediano plazo para atender su problemas de liquidez o para realizar una inversión en activos (inventario, activos fijos, entre otros); sin embargo, no siempre obtienen financiamiento de las fuentes tradicionales (entidades financieras) al no contar con el flujo de ingresos necesario o calificar con un perfil de alto riesgo; y en caso de acceder al financiamiento, se les aplica una tasa de interés más alta en comparación con otros estratos empresariales, como la mediana y gran empresa, lo cual reduce sus posibilidades de crecimiento.

En dicho contexto, la segunda parte del presente trabajo buscar describir las alternativas de financiamiento con las que cuenta el segmento Mype, sus principales características y condiciones de acceso. De este modo, se identificarán cuáles son las necesidades de capital del sector Mype, sus incentivos para elegir su fuente de financiamiento, entre otros factores.

En la tercera parte del trabajo se buscará explorar el esquema o modelo de *crowdfunding* financiero, sus características y ventajas frente a las fuentes tradicionales de financiamiento, en base a la experiencia internacional donde ha tenido un importante crecimiento en los últimos años. Dentro del análisis de la experiencia internacional disponible, se identificarán los esquemas y modelos utilizados, los problemas y riesgos identificados, así como las recomendaciones de los organismos internacionales respecto a las herramientas que permitirían el desarrollo de un ecosistema de *crowdfunding*.

Luego de evaluar la experiencia comparada y las características de los *esquemas de crowdfunding*, se identificarán las características que generan que el *crowdfunding* financiero, en la modalidad de préstamo, resulte viable para la micro y pequeña empresa en nuestro país, pues permitirá una diversificación del riesgo natural que posee este segmento entre la colectividad aportante (*crowd*); y fomentará la demanda del producto al reducir la exposición al riesgo de los potenciales inversionistas. Asimismo, el modelo *equity* permitiría que las microempresas –que califiquen como emprendimientos innovadores en etapa de desarrollo– puedan obtener capital para desarrollar su idea de negocio e iniciar actividades en el mercado; considerando, además, que los potenciales inversionistas de este mercado no esperarán una alta rentabilidad por sus fondos debido a la baja cuantía de su aporte individual (aportes mínimos).

Finalmente, en la cuarta parte del presente trabajo se estudiarán los factores que deben considerarse para una propuesta de regulación de esta modalidad de *crowdfunding* financiero, que permita fomentar demanda y oferta para el segmento *Mype* y, asimismo, genere un equilibrio entre la protección del inversionista, el principio de transparencia que rige el mercado de valores, y la necesidad de fomento de la competitividad y productividad del sector de la micro y pequeña empresa. Con dicho objetivo, se identificarán los aspectos mínimos de regulación, respecto a la actuación y obligaciones de la plataforma, protección al inversionista, entre otros factores.

CAPÍTULO I

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

1. Descripción del problema

De acuerdo al Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), la micro y pequeña empresa representa más del 90% del estrato empresarial y constituye una fuente importante para la generación de empleo y reducción de la pobreza en nuestro país.

Pese a ello, el sector Mype enfrenta serias limitaciones de acceso a financiamiento: (i) solo el 3% del total de Mypes –formales e informales– accede a crédito en el sistema financiero y debe asumir una tasa de interés más alta en comparación con otros estratos empresariales (entre 23.1% a 43.1%)¹; (ii) si bien existe un Mercado Alternativo de Valores en el Perú –a fin de facilitar el acceso a financiamiento en el mercado bursátil a menores costos que el crédito bancario y con menores obligaciones y requerimientos de información– este no cuenta con la estructura de costos que permita el acceso de la micro y pequeña empresa, pues está diseñado, básicamente, para atender las necesidades de capital de las medianas o grandes empresas; y, (iii) el alto grado de informalidad de las Mypes dificulta sus posibilidades de acceso a financiamiento en el sistema bancario, al no contar con un historial crediticio que permita una adecuada estimación del riesgo.

Lo expuesto permite evidenciar una notoria brecha de acceso a financiamiento para el sector Mype que afecta su productividad e impacta negativamente en nuestra economía. En ese sentido, resulta vital impulsar nuevas alternativas de financiamiento que se adapten a las especiales características y condiciones de la micro y pequeña empresa; lo cual ha sido

¹ De acuerdo a información estadística del Banco Central de Reserva del Perú (BCR), en diciembre del 2017 la tasa de interés activa promedio anual para préstamos, en moneda nacional, para las micro y pequeñas empresas oscilaron entre el 23.1% al 43.1%–.

reconocido en la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera² (ENIF) y, por tal motivo, se ha considerado como una de las principales metas de inclusión financiera para el 2021 el lograr una mayor profundidad del mercado de capitales, así como la promoción del desarrollo de otras herramientas de financiamiento: el *crowdfunding*.

El *crowdfunding* o financiamiento colectivo a través de plataformas de Internet surge entonces como una nueva alternativa de financiamiento para la micro y pequeña empresa. No obstante, si bien ya se ha definido la necesidad de promover dicho mecanismo de financiamiento en nuestro país, aún no se ha determinado cómo se regulará dicha actividad; más aún, considerando que las plataformas de *crowdfunding*, que operen a través de Internet mediante la emisión de valores o aportes de capital deben contar con autorización de la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), pues sus actividades califican como oferta pública de valores según la regulación actual.

En ese sentido, el presente trabajo parte busca evidenciar la necesidad de adoptar un modelo de regulación especial para el *crowdfunding* financiero, con el objetivo de establecer reglas claras de actuación para sus diversos actores (plataforma, inversionistas y empresas), tomando en cuenta los dos tipos diferenciados de *crowdfunding financiero* (deuda y capital o *equity*) y el público objetivo cuya necesidad de financiamiento se busca atender (micro y pequeña empresa).

Cabe precisar que si bien existen otros segmentos empresariales que también podrían aprovechar las ventajas de este nuevo esquema de financiamiento – además de hacer más fácil su desarrollo en nuestro país por su mayor nivel de formalidad, volumen de ventas y necesidades de financiamiento– el presente trabajo parte de la premisa de impulsar este mecanismo de financiamiento para atender la brecha de acceso que presenta el segmento Mype, en línea con la política de inclusión financiera. Sin perjuicio de lo anterior, la implementación de medidas de regulación que fomenten el acceso de plataformas de financiamiento para la Mype también beneficiarán a otros

² Cabe precisar que la ENIF establece acciones prioritarias destinadas a reducir la brecha de acceso a financiamiento para las MIPYME (micro, pequeñas y medianas empresas).

segmentos empresariales, pues estos incrementarán sus opciones de financiamiento y obtendrán beneficios derivados de una mayor competencia en el mercado de créditos.

A dichos efectos, se estudiarán los factores que deben considerarse para una propuesta de regulación, a fin de lograr un equilibrio entre la protección al inversionista, el principio de transparencia de información que rige el mercado de valores y la necesidad de fomento de la competitividad del sector de la micro y pequeña empresa. Como base de dicho análisis, se tendrá en cuenta el actual Proyecto de Ley que regula las Plataformas de Financiamiento Participativo de Valores –PFPV (crowdfunding) presentado por la SMV en el 2017.

Por lo expuesto, se presenta la siguiente formulación del problema:

¿Cómo debe regularse el crowdfunding financiero –deuda y equity– para permitir su desarrollo como mecanismo de financiamiento alternativo de la micro y pequeña empresa en el Perú?

2. Justificación de la investigación

El financiamiento colectivo o crowdfunding financiero es una alternativa innovadora que serviría como nueva fuente de capital para la Mype de nuestro país.

Por tal motivo, el presente trabajo busca identificar cuáles serían las condiciones que permitirán el desarrollo de un ecosistema de *crowdfunding* financiero; y, a su vez, analizar el modelo regulatorio ideal que garantice una adecuada protección de los inversionistas sin afectar el crecimiento de dicho mercado.

3. Hipótesis

Hipótesis general: el *crowdfunding financiero* debe ser regulado de manera especial ,para fomentar su desarrollo como fuente de capital para micro y pequeñas empresas en nuestro país.

Hipótesis específicas:

- El *crowdfunding* financiero, en la modalidad de préstamo, constituye un mecanismo alternativo de financiamiento viable para la micro y pequeña empresa en nuestro país, considerando las características y necesidades de capital de dicho segmento.
- El *crowdfunding* de valores en el esquema *equity* constituye un mecanismo de financiamiento que resulta viable para las microempresas que califiquen como emprendimientos con grado de innovación, y permitirá que estos accedan a fuentes de capital para operar en el mercado o ampliar su modelo de negocio.
- El *crowdfunding* en el esquema *equity* no resulta un mecanismo de financiamiento que se adapten a las necesidades del segmento de la pequeña empresa, pues estas no cuentan con incentivos para acceder a dicho esquema de financiamiento.
- Es necesario establecer una regulación especial para las plataformas de financiamiento colectivo, deuda o *equity*, que fomente su desarrollo como mecanismo de financiamiento para la micro y pequeña empresa; y brinde una adecuada protección a los potenciales inversionistas.

4. Objetivos

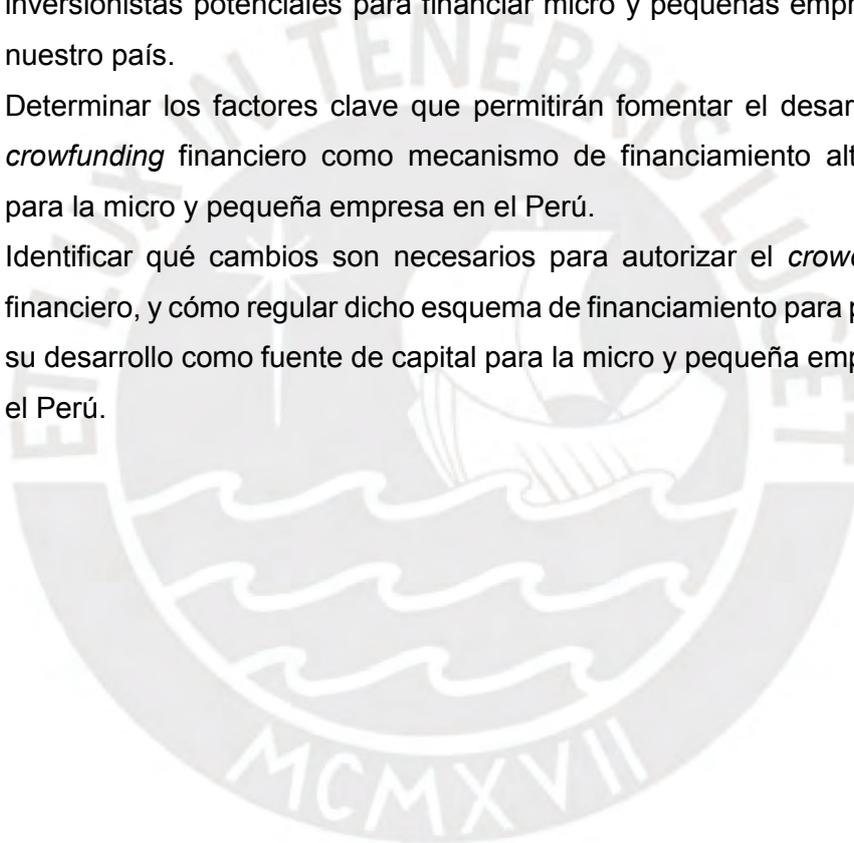
4.1. Objetivo general:

Determinar cómo regular el *crowdfunding* financiero (deuda y capital) para fomentar su desarrollo como alternativa de financiamiento para las micro y pequeñas empresas de nuestro país.

4.2. Objetivos específicos:

- Identificar las necesidades de financiamiento de la micro y pequeña empresa en el Perú.

- Describir las características, modelo de negocio y factores de éxito de las plataformas de financiamiento colectivo (deuda y capital) en la experiencia comparada.
- Identificar si el esquema de *crowdfunding* financiero, de deuda y equity, resulta viable como alternativa de financiamiento para los emprendimientos, micro y pequeña empresas de nuestro país.
- Identificar las ventajas del crowdfunding financiero, deuda y capital, como alternativas de financiamiento para la micro y pequeña empresa, frente a otras fuentes de financiamiento tradicional.
- Identificar los incentivos de las plataformas de financiamiento colectivo e inversionistas potenciales para financiar micro y pequeñas empresas en nuestro país.
- Determinar los factores clave que permitirán fomentar el desarrollo del *crowdfunding* financiero como mecanismo de financiamiento alternativo para la micro y pequeña empresa en el Perú.
- Identificar qué cambios son necesarios para autorizar el *crowdfunding* financiero, y cómo regular dicho esquema de financiamiento para propiciar su desarrollo como fuente de capital para la micro y pequeña empresa en el Perú.



CAPÍTULO II

MICRO Y PEQUEÑAS EMPRESAS EN EL PERÚ: CARACTERÍSTICAS, FUENTES DE CAPITAL Y NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO

El presente capítulo brindará información básica sobre las características de la micro y pequeña empresa en el Perú, así como sus principales fuentes de capital. En base a dicha información, se evaluarán las condiciones de la oferta de financiamiento disponible y se identificarán cuáles son las necesidades de capital de estos segmentos empresariales que justifican la promoción y desarrollo de otras alternativas de financiamiento.

1. Micro y pequeñas empresas

1.1. Definición

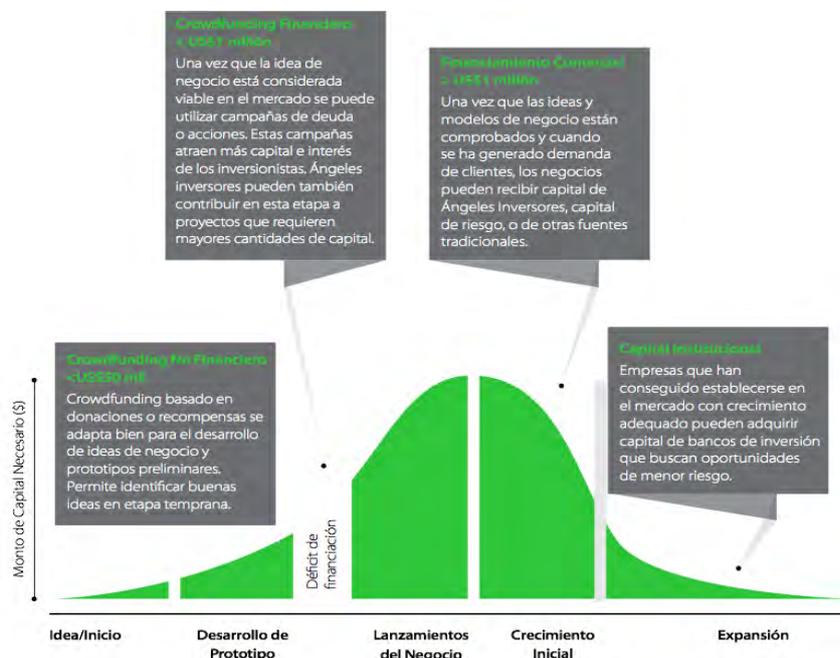
De acuerdo al Plan Nacional para la Productividad y Competitividad de la MYPE 2011-2021 (Plan Nacional), en el segmento Mype podemos identificar cuatro grupos diferenciados: a) los nuevos emprendimientos; b) la microempresa de subsistencia –que no tienen potencial de crecimiento pues el mínimo retorno que obtiene es utilizado para la satisfacción de sus necesidades básicas–; c) la microempresa de acumulación, con potencial de crecimiento e innovación; y, d) la pequeña empresa (Ministerio de la Producción, 2011, p. 33).

Los emprendimientos –que calificaremos como microempresas de acuerdo al Plan Nacional– son iniciativas o proyectos de negocio que aún requieren cierto tiempo para salir al mercado y ofrecer sus productos o servicios; además, en esta etapa, no solo requieren capital para financiar su idea, sino también de asesoría sobre cómo llevar a cabo su proyecto.

Para entender mejor estas diferencias, podemos citar el esquema de evolución del déficit de financiación de las empresas (Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN). Miembro del Grupo BID, 2015, p. 31), el cual la clasifica en cinco

etapas: 1) idea/inicio; 2) desarrollo del prototipo; 3) lanzamiento del negocio; 4) crecimiento inicial; y, (5) expansión; siendo que los emprendimientos se ubican en la etapa de idea o desarrollo del prototipo:

Imagen N° 1. Evolución del déficit de financiación de las empresas



Fuente: Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN). Miembro del Grupo BID, 2015, p. 31

En base a dicho esquema, observamos que a diferencia de los emprendimientos que presentan un déficit de financiamiento en la etapa de desarrollo o inicio de su idea de negocio –donde no tienen flujos de caja–, las demás empresas se encuentran en la fase de lanzamiento y crecimiento inicial por lo que ya cuentan con algunos flujos que le permitan enfrentar el pago³.

Cabe precisar que el programa Startup Perú⁴ considera tres categorías de emprendimientos, según su etapa de desarrollo o inicio de la idea de negocio en el mercado, lo cual determina el apoyo con el financiamiento de dichos proyectos:

³ La microempresa, a diferencia de los emprendimientos que también presentan necesidades de financiamiento en nuestro país, presenta características distintas. El rasgo elemental que distingue a ambos segmentos se basa en la etapa en la cual se encuentra la empresa dentro de su ciclo de crecimiento y el déficit de financiación que presenta.

⁴ Ver <http://www.start-up.pe>.

- a) Emprendimientos innovadores: modelos de negocios basados en innovaciones de producto, procesos, servicios o forma de comercialización, que cuenten con productos mínimos viables, desarrollados por equipos de entre 2 a 5 miembros. Estos proyectos pueden ser financiados hasta con S/ 50,000.00
- b) Emprendimientos dinámicos: financia hasta con S/ 150,000 el despegue comercial de empresas en edad temprana (de hasta 5 años de vida), con un producto, proceso, servicio o forma de comercialización de alto impacto. Está dividido en dos categorías: facturación de 10 a 29 UIT, financia proyectos hasta por S/ 100,000; facturación de 30 UIT en adelante, financia proyectos hasta por S/ 150,000.
- c) Emprendimientos de alto impacto: financia hasta con S/ 500,000 el despegue comercial de soluciones tecnológicas en ámbitos que no existen, o que son sustancialmente mejores a soluciones disponibles en el país, con potencial de internacionalización de empresas en edad temprana, entre 2 a 7 años de vida.

De las categorías en mención, nos enfocaremos en evaluar a los “emprendimientos innovadores”, pues son los únicos que se encuentran en la etapa de desarrollo de un modelo de negocio o cuenta con un producto mínimo viable.

De otro lado, respecto al segmento Mype, contamos con una amplia variedad de definiciones de micro y pequeña empresa, pero no existe un consenso internacional que permita una definición estandarizada (Pablo Bazerque, et al, 2017, p. 5). Sin embargo, podemos diferenciar las clasificaciones en dos grandes grupos: (1) las que se basan en aspectos cualitativos del negocio; y, (2) las que utilizan criterios cuantitativos para clasificar a los negocios en segmentos o estratos empresariales. Nuestro país adopta la segunda forma de clasificación: una en base al nivel de endeudamiento de la empresa y otra basada en las ventas anuales del negocio.

El primer supuesto es recogido por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), para quien la calificación como micro y pequeña empresa depende

del nivel de endeudamiento que una empresa registre en el sistema financiero⁵. El segundo criterio de calificación, en términos cuantitativos, es previsto por el Texto Único Ordenado de la Ley de Impulso al desarrollo productivo y al crecimiento empresarial –modificado por la Ley N° 30056– (Ley Mipyme), que define a micro y pequeña empresa en función de sus ventas anuales, en Unidades Impositivas Tributarias (UIT). Así, dicho marco legal define a las micro y pequeñas empresas como aquellas cuyas ventas anuales no superan las 150 UIT y 1700 UIT, respectivamente, es decir, el monto de S/. 607,500 y S/. 6’885,000. considerando la UIT vigente al 2017⁶ y clasifica a los estratos empresariales del siguiente modo:

Cuadro N° 1. Clasificación de empresas según la Ley Mipyme

| Estrato empresarial | Promedio de ventas anuales (en UIT) | Equivalencia en S/. |
|----------------------------|---|--|
| Microempresa | Ventas anuales hasta el monto máximo de 150 UIT | Ventas anuales hasta el monto máximo de S/. 607, 500. |
| Pequeña empresa | Ventas anuales superiores a 150 UIT y hasta por el monto máximo de 1700 UIT | Ventas anuales superiores a S/ 607,500 y hasta por el monto máximo de S/. 6’885,000. |

Fuente : (Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, p. 37, 2017)

⁵ El Reglamento para la evaluación y clasificación del deudor y la exigencia de provisiones, aprobado por Resolución SBS N° 11356-2008, establece que las operaciones de las microempresas "son aquellos créditos destinados a financiar actividades de producción, comercialización o prestación de servicios, otorgados a personas naturales o jurídicas, cuyo endeudamiento total en el sistema financiero (sin incluir los créditos hipotecarios para vivienda) es no mayor a S/. 20,000 en los últimos seis (6) meses"; y, asimismo, califica a las operaciones de la pequeña empresa como "aquellos créditos destinados a financiar actividades de producción, comercialización o prestación de servicios, otorgados a personas naturales o jurídicas, cuyo endeudamiento total en el sistema financiero (sin incluir los créditos hipotecarios para vivienda) es superior a S/. 20,000 pero no mayor a S/. 300,000 en los últimos seis (6) meses" (SBS, 2008). Como vemos, según la definición del regulador en nuestro país, solo calificará como microempresa aquella persona natural o jurídica cuyo nivel de deuda no supere el monto de S/. 20,000 en seis (6) meses, es decir, cuando su endeudamiento anual máximo en el sistema financiero ascienda a S/. 40,000.

⁶ Cabe precisar que la UIT equivale a S/ 4 050,00 al 2017.

Cabe precisar que si bien hemos expuesto los principales criterios para definir a un negocio como micro y pequeña empresa, para efectos del presente trabajo se utilizará la definición recogida por Ley, debido a que facilita el manejo de información estadística disponible; y la inclusión de los emprendimientos innovadores dentro de la categoría de microempresa, conforme al Plan Nacional.

1.2. Importancia

El sector Mype impacta de manera notable en la economía al generar más del 85% del empleo (Cuadro N° 2. Número de trabajadores por estrato empresarial) y contribuir en el PBI con alrededor del 20.6 %⁷ (en el 2016 se obtuvo un 21%). Por tal motivo, dicho sector resulta de suma importancia para el desarrollo del país, tanto por su aporte a la producción nacional como por su potencial de absorción de empleo.

Cuadro N° 2. Número de trabajadores por estrato empresarial, 2012-2016

| Estrato empresarial (rango de trabajadores) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Microempresa | 7,595,779 | 7,593,363 | 7,609,800 | 7,697,698 | 7,803,352 |
| Pequeña empresa | 1,536,616 | 1,621,759 | 1,577,172 | 1,622,896 | 1,548,375 |
| Mediana empresa | 321,968 | 315,728 | 307,400 | 326,711 | 356,642 |
| Gran empresa | 1,142,517 | 1,188,339 | 1,268,359 | 1,178,202 | 1,230,801 |
| Total | 10,596,880 | 10,719,188 | 10,762,732 | 10,825,507 | 10,939,169 |

Elaboración: OEE-PRODUCE
Fuente: INEI-ENAH0

Sin embargo, dicho segmento, al igual que otras empresas de Latinoamérica, enfrenta una baja productividad y competitividad a nivel estructural. Al respecto, según el Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, esto se debe a la falta de innovación de dichas empresas lo que, a su vez, “(...) limita las posibilidades expansivas de las pymes de la región y, con ello, se ralentiza el crecimiento de los países” (2017, p. 55).

Por tal motivo, diversos estudios resaltan la importancia de promover el

⁷ Ver: <https://gestion.pe/economia/aumenta-numero-microempresas-peruanas-momento-alegrarse-141183>.

desarrollo de la micro y pequeña empresa con el fin de generar un sector privado sólido y competitivo a nivel internacional, para lo cual resulta importante lograr una adecuada relación y proporción entre los diversos estratos empresariales. Al respecto, conforme lo señala Villarán, en el Perú (a diferencia de los países desarrollados) “existe una débil participación de los estratos medianos y pequeños; y, un estrato de microempresa desproporcionado, particularmente en lo que se refiere a la microempresa informal y de sobrevivencia, lo cual debilita el aparato productivo del sector privado” (2000, pp. 12-13).

Lo antes expuesto pone en evidencia la importancia de promover la productividad del sector de la micro y pequeña empresa para lograr un impacto positivo en el desarrollo del país, no solo por ser un segmento importante de generación de empleo sino también por la necesidad de impulsar su transición hacia el estrato de la pequeña y mediana empresa, respectivamente.

1.3. Dinámica empresarial de la Mype

Conocer la dinámica empresarial de los emprendimientos y el segmento Mype resulta fundamental para la toma de decisiones con el objetivo de reducir la brecha de acceso a financiamiento que enfrenta dicho segmento. Para esto, utilizaremos la siguiente información: a) crecimiento del sector Mype en los últimos años; b) tasa de creación y salida de las Mype; c) organización empresarial de la Mype; y, d) tasa de actividad emprendedora a nivel de Latinoamérica.

a) Nivel de crecimiento

Según cifras recogidas por el Ministerio de la Producción (PRODUCE) durante el 2016, las microempresas representaban el 95.6% de las unidades económicas del país, seguida del 4,26% conformado por el segmento de la pequeña empresa, y finalmente la mediana empresa que representa aproximadamente el 0,15% de las empresas a nivel nacional. Cabe precisar que el sector Mype mantiene una tendencia creciente desde el 2012 (Cuadro N° 3).

Cuadro N° 3. Número de empresas, según estrato empresarial 2012-2016

| Estrato empresarial (rango de ventas) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Micro | 1,270,009 | 1,439,778 | 1,518,284 | 1,607,305 | 1,652,071 |
| Pequeña | 68,243 | 70,708 | 71,313 | 72,664 | 74,085 |
| Mediana | 2,451 | 2,520 | 2,635 | 2,712 | 2,621 |
| Gran Empresa | 7,908 | 8,306 | 8,388 | 8,781 | 8,966 |
| Total | 1,348,611 | 1,521,312 | 1,600,620 | 1,691,462 | 1,737,743 |
| Elaboración: OEE-PRODUCE | | | | | |
| Fuente: SUNAT | | | | | |

Otro dato importante es que solo el 46.8% de las micro y pequeñas empresas es formal pues el 53.2% de dicho segmento continúa en la informalidad. En el Cuadro N° 4 se pueden apreciar los porcentajes desde el 2012 al 2016.

Cuadro N° 4. Estimación del número de micro y pequeñas empresas informales, 2012-2016

| Año | Número total estimado de micro y pequeñas empresas ¹ | Micro y pequeñas empresas formales | Micro y pequeñas empresas informales (estimadas por diferencia) | En porcentajes | |
|------|---|------------------------------------|---|----------------|------------|
| | | | | Formales | Informales |
| 2012 | 3,841,831 | 1,345,390 | 2,496,441 | 35.0 | 65.0 |
| 2013 | 3,657,987 | 1,518,469 | 2,139,518 | 41.5 | 58.5 |
| 2014 | 3,637,329 | 1,597,061 | 2,040,268 | 43.9 | 56.1 |
| 2015 | 3,540,174 | 1,687,798 | 1,852,376 | 47.7 | 52.3 |
| 2016 | 3,707,687 | 1,734,113 | 1,973,574 | 46.8 | 53.2 |

Nota: el número total de MYPE se estima con información de la ENAHO y el método de conductores. En tanto, el número de MYPE formales proviene del padrón de contribuyente de la Sunat.

1/ Incluye actividad principal y secundaria

Fuente: INEI-ENAHO F

Fuente: Sunat, Registro Único del Contribuyente 2012-2016

Elaboración: PRODUCE-OEE

Respecto al potencial de crecimiento de las microempresas, es importante mencionar que según los resultados de la Encuesta Nacional de Empresas del 2015, las ventas anuales de la microempresa reflejaron que dicho segmento “vive el día a día”, por lo que sus ingresos son utilizados para gastos externos cubriendo necesidades básicas del hogar del microempresario, como alimentación, vivienda, educación, etc.”, “lo cual limita sus posibilidades de acumular, de generar utilidades,

asociarse e incrementar sus niveles de productividad”.

En esta línea, según el análisis efectuado por el Ministerio de la Producción respecto al potencial de crecimiento de la microempresa, aquellas que registraron ventas anuales superiores a 13 UIT "tendrían mayor probabilidad de generar utilidades para mantener su capital original e invertir en el crecimiento de la empresa y, por tanto, mejorar su productividad" (Ministerio de la Producción, 2017, p. 38).

Al respecto, de acuerdo a la información recogida en el 2015, del total de 1 607,305 microempresas formales, solo 377 370 tuvieron ventas superiores a 13 UIT, lo que representa el 23.48% del total de empresas de dicho segmento y que serían las que tienen potencial de crecimiento y no calificarían solo como microempresas de subsistencia. De otro lado, del total de pequeñas empresas (72 664), el 47% registró ventas entre 150 a 300 UIT, es decir, un límite de ventas ascendente a S/ 1 215,000; por lo que, solo el 53% de dicho segmento supera el millón 200 mil soles en ventas al año (Ministerio de la Producción, 2017, p. 39 y 126).

Imagen N° 1. Mipymes formales según rango de ventas

Perú: Mipymes formales según rango de ventas 2015

| Rango de venta anuales (UIT) | Número | Mipymes Part, % | Acumulado |
|--------------------------------|------------------|-----------------|-----------|
| [0 - 2] | 661 404 | 39,3 | 39,3 |
| <2 - 5] | 243 349 | 14,5 | 53,8 |
| <5 - 13] | 325 182 | 19,3 | 73,1 |
| <13 - 25] | 169 339 | 10,1 | 83,2 |
| <25 - 50] | 102 087 | 6,1 | 89,2 |
| <50 - 75] | 47 468 | 2,8 | 92,0 |
| <75 - 100] | 27 102 | 1,6 | 93,7 |
| <100 - 150] | 31 374 | 1,9 | 95,5 |
| <150 - 300] | 34 474 | 2,0 | 97,6 |
| <300 - 500] | 17 088 | 1,0 | 98,6 |
| <500 - 850] | 11 614 | 0,7 | 99,3 |
| <850 - 1700] | 9 488 | 0,6 | 99,8 |
| <1700 - 2300] | 2 712 | 0,2 | 100,0 |
| Total | 1 682 681 | 100,0 | - |

Nota: El estrato empresarial es determinado de acuerdo con la Ley N° 30056

Fuente: Sunat Registro Único del Contribuyente 2015
Elaboración: PRODUCE - DEMI

Las cifras en mención evidencian una clara diferencia dentro del propio segmento de la microempresa, pues existen empresas que solo sobreviven y no tienen potencial ni herramientas de crecimiento autónomas, frente a otras que sí tienen potencial de crecimiento.

Tomando en cuenta lo expuesto previamente, podemos concluir que las políticas de fomento que busquen mejores condiciones de financiamiento para el sector de la microempresa deben priorizar su atención a las denominadas microempresas de acumulación (que serían 377 370, aproximadamente, según información disponible al 2015), las cuales tienen mayores posibilidades de crecimiento y sostenibilidad.

b) Tasa de creación y salida de las Mype

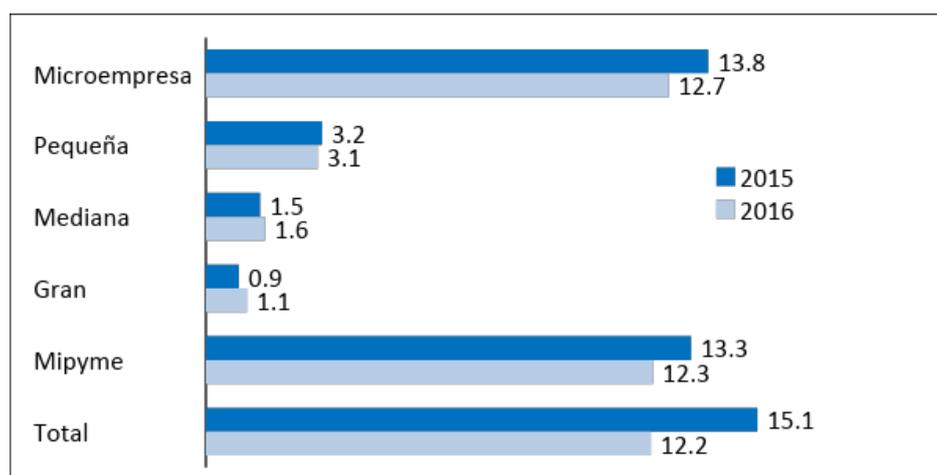
La tasa de creación de las microempresas (TEB) en nuestro país equivale al 13%, y es la más alta en contraste con otros segmentos como la pequeña, mediana o gran empresa. Asimismo, como podemos apreciar del Cuadro N° 6, la TEB se incrementó en 1.1% entre el 2015 y 2016. Por su parte, el segmento de la pequeña empresa registró una TEB de 3.6% en el 2016, con un incremento del 0.1% a comparación del periodo anterior (2015), mucho más bajo que el registrado en el sector microempresa.

Cuadro N° 6. Tasa de creación según tamaño empresarial, 2016

| Tamaño | N° empresas | Empresas nacidas | TEB |
|--------------|------------------|------------------|-------------|
| Microempresa | 1,652,071 | 227,696 | 13.8 |
| Pequeña | 74,085 | 2,361 | 3.2 |
| Mediana | 2,621 | 39 | 1.5 |
| Gran | 8,966 | 81 | 0.9 |
| Mipyme | 1,728,777 | 230,096 | 13.3 |
| Total | 1,521,312 | 230,177 | 15.1 |

Nota: El tamaño empresarial es determinado de acuerdo con la Ley N° 30056. Parámetro referencial para la gran empresa (aquella cuyas ventas anuales son mayores a 2,300 UIT)

Fuente: Sunat
Elaboración: PRODUCE-OGEIEE



La información expuesta pone en evidencia que en la actualidad existe una tendencia creciente de creación de microempresas, pero pocas incrementan su volumen de ventas de forma tal que permita su paso a un estrato empresarial mayor; lo que se evidencia en la tendencia estática del número de pequeñas empresas.

De otro lado, aunque la tasa de entrada de la microempresa es alta, también es importante observar su tasa de salida: en el 2016 ascendió al 5% del total de empresas de dicho segmento. Asimismo, se puede observar que la tasa de salida disminuye a medida que se incrementan las ventas. Así, las microempresas con ventas de hasta 13 UIT son las que registraron un mayor índice de mortandad en el 2015:

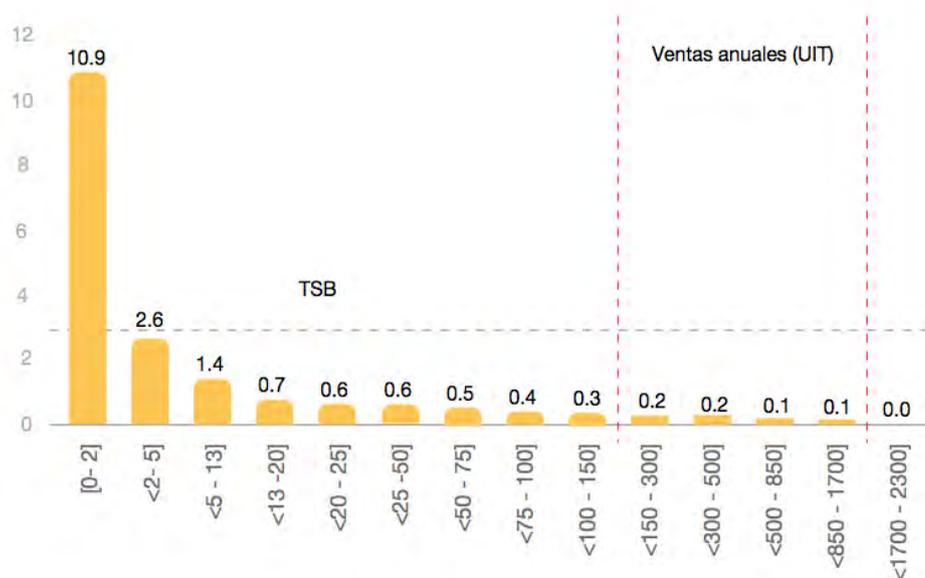
Cuadro N° 7. Tasa de salida bruta de empresas formales, según estrato empresarial, 2016

| Tamaño | N° empresas | Empresas que salieron | TSB |
|--------------|------------------|-----------------------|------------|
| Microempresa | 1,652,071 | 82,884 | 5.0 |
| Pequeña | 74,085 | 190 | 0.3 |
| Mediana | 2,621 | 5 | 0.2 |
| Gran | 8,966 | 9 | 0.1 |
| Mipyme | 1,728,777 | 83,079 | 4.8 |
| Total | 1,737,743 | 83,088 | 4.8 |

Nota: El tamaño empresarial es determinado de acuerdo con la Ley N° 30056. Parámetro referencial para la gran empresa (aquella cuyas ventas anuales son mayores a 2,300 UIT)

Fuente: Sunat

Imagen N° 2. Tasa de salida bruta de las Mipyme formales, según rango de ventas, 2015 (porcentaje) (Ministerio de la Producción, 2017b)



Fuente: Sunat. Registro Único de Contribuyente 2015.

Elaboración: PRODUCE

Ahora bien, entre el segmento de la micro y pequeña empresa también se evidencian diferencias respecto al tiempo promedio que se mantienen en el mercado. En el 2016, las microempresas registraron un promedio de 6.6 años en el mercado, y las pequeñas empresas 8.8; lo cual corrobora que la mayor parte de dicho segmento se mantiene en su tamaño inicial y no generan una transición a pequeña o mediana empresa.

Cuadro N° 8. Años promedio en el mercado de las empresas formales, según estrato, 2016

| Tamaño empresarial | Mediana | Media | N° empresas |
|--------------------|---------|-------|-------------|
| Microempresa | 4.0 | 6.60 | 1,652,071 |
| Pequeña empresa | 6.0 | 8.80 | 74,085 |
| Mediana empresa | 9.0 | 12.10 | 2,621 |

| | | | |
|--------------|------|-------|-------|
| Gran empresa | 13.0 | 15.80 | 8,966 |
|--------------|------|-------|-------|

Nota: El estrato empresarial es determinado de acuerdo con la Ley N° 30056. Parámetro referencial para la gran empresa (aquella cuyas ventas anuales son mayores a 2,300 UIT)

Fuente: Sunat, Registro Único del Contribuyente 2016

Elaboración: PRODUCE – OEE

c) Organización empresarial de la Mype

Respecto al segmento Mype, evidenciamos las siguientes características: (i) la microempresa en su mayoría se constituye como persona natural (73,2%) y solo el 26.8% como persona jurídica; (ii) la pequeña empresa se constituye, en su mayoría, como persona jurídica (85,7%) (Dirección de Estudios Económicos de MYPE e Industria, 2015, p. 115).

En el segmento de la microempresa existe un predominio del sector comercio (44.5%), seguido del sector servicios (41.3%), y los demás sectores económicos representan en conjunto solo el 14.2% de la microempresa (manufactura 8.76%; agropecuario 1.38%; construcción 3.11%; pesca 0.17%; y, minería 0.79%). En el caso de la pequeña empresa encontramos cifras similares, con un 78% de empresas de dicho segmento dedicadas al sector comercio (39.5%) y servicios (39%) (Ministerio de la Producción, 2017, p. 43).

Cabe resaltar que si bien los sectores comercio y servicio han presentado mayores niveles de crecimiento, ambos sectores también reflejan muy bajos niveles de productividad. Asimismo, existe una gran brecha entre los diversos segmentos empresariales respecto a su productividad; de un lado tenemos una cantidad reducida de grandes empresas con alta productividad y, por otro, miles de microempresas con baja productividad.

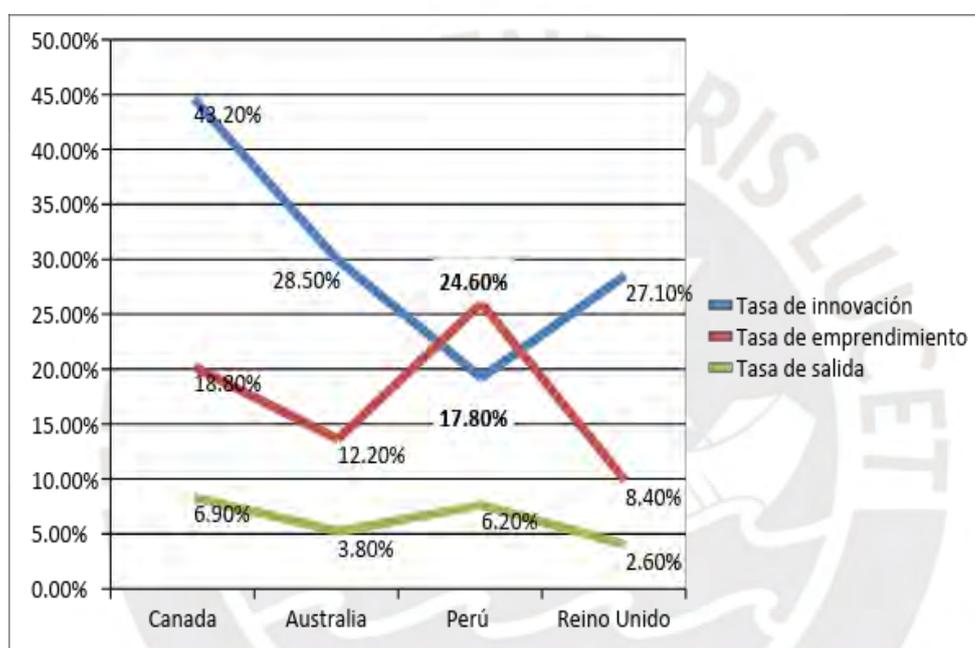
d) Tasa de actividad emprendedora y nivel de innovación empresarial

De acuerdo a la información publicada por el Global Entrepreneurship Monitor (GEM) 2016 y 2017, el Perú muestra una mejora en los niveles de innovación y la permanencia de las empresas entre el 2016 al 2017, aunque una ligera reducción de la tasa de actividad emprendedora. Sin embargo, pese a dicha reducción, el Perú registra una tasa de emprendimiento muy superior (24.6% en

el 2017) a países desarrollados como Canadá, Australia o el Reino Unido (Cuadro 10).

No obstante, comparando los resultados obtenidos por dichos países respecto a su nivel de innovación empresarial, podemos advertir una gran diferencia respecto al Perú, el cual se encuentra muy por debajo con un 14.9% (Association Global Entrepreneurship Research, 2016, p. 113).

Cuadro N° 10. Comparación de tasas de innovación, tasa de salida y nivel de emprendimiento 2017. Perú, Canadá, Australia y Reino Unido.



Elaboración propia en base al Global Entrepreneurship Monitor (GEM), 2016 y 2017

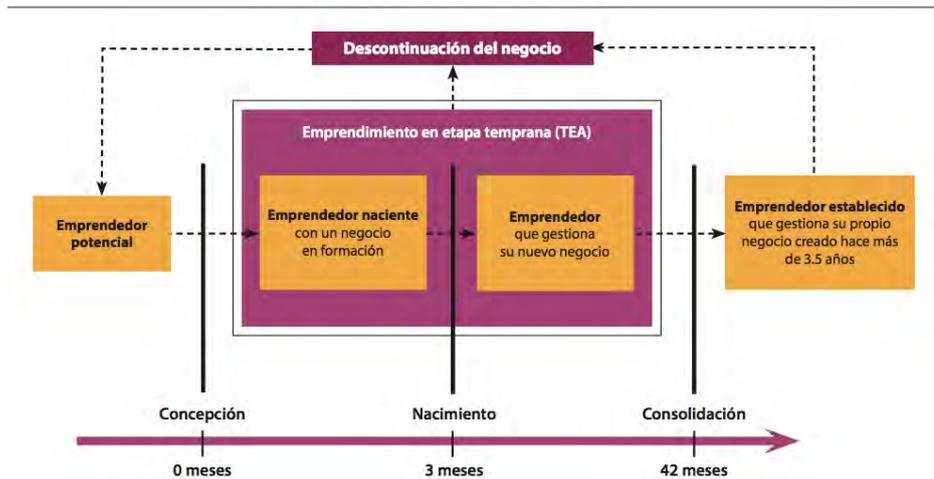
La información expuesta nos permite identificar las características de la oferta potencial del sector de la microempresa en etapa de crecimiento, en contraste con otros países más desarrollados.

e) Dinámica del proceso emprendedor

La naturaleza del emprendimiento ha evidenciado cambios sustanciales en los últimos años: en el 2016, se evidencia que el 68.6% de los emprendimientos se generaron por el aprovechamiento de oportunidades, en contraste con el 12.8% que lo impulsa por necesidad. De acuerdo al GEM Perú 2016-2017, podemos diferenciar a los emprendimientos en cuatro tipos según la fase o etapa en la que

se encuentren: (i) emprendedor potencial, que deciden iniciar un negocio por aprovechar las oportunidades o por necesidad; (ii) emprendedor naciente, que ya cuenta con una empresa operando por un periodo de 3 meses; (iii) emprendedor que gestiona su nuevo negocio y que ha asumido salarios durante más de 3 meses pero menos de 42 meses; y, (iv) emprendedor establecido, que cuenta con un negocio creado hace más de 42 meses o 3.5 años.

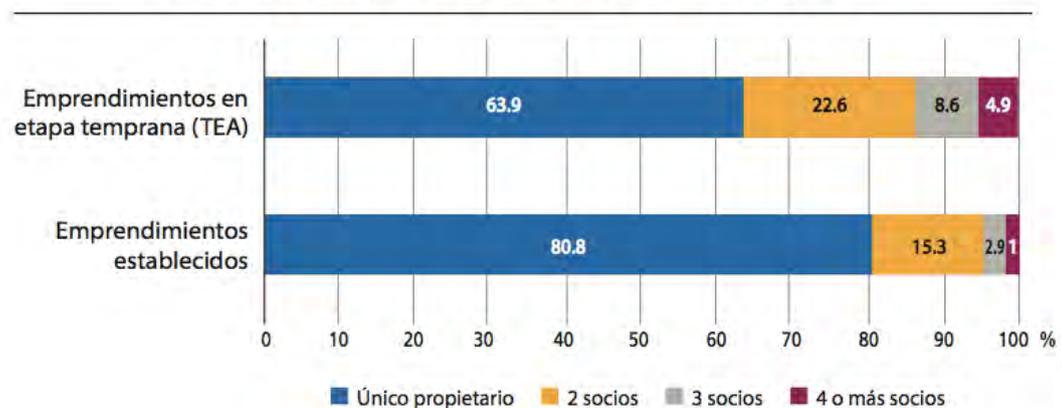
Figura 1. El proceso emprendedor



Fuente: GEM Perú 2016-2017

Para el desarrollo del presente trabajo, nos enfocaremos en analizar el perfil del emprendedor potencial y el emprendedor naciente; el cual presenta las siguientes características: (i) predisposición a desarrollar sus iniciativas de negocio con otros socios (36.1% de los emprendimientos en etapa temprana cuentan con dos socios a más, según el GEM 2016 y 2017); y, (ii) el 80% tiene un negocio orientado exclusivamente para consumidores locales.

Figura 14. Tamaño del emprendimiento según número de propietarios por etapa del proceso emprendedor, GEM Perú 2016-2017



Es importante mencionar que el segmento de la microempresa está constituido, básicamente, por empresas de propiedad familiar⁸ (Programa de Estadísticas y Estudios Laborales, 2006), donde sus propietarios se ocupan de su gestión administrativa y productiva (Beatriz Herrera García, 2011, p. 79)⁹.

2. Oferta de financiamiento

2.1. Alternativas de financiamiento

El análisis de la oferta de crédito disponible para la micro y pequeña empresa resulta de suma importancia, pues a partir de dicha información se podrán identificar sus necesidades de capital.

De acuerdo a los resultados de la Encuesta Nacional de Empresas del 2015 se evidencia que del total de micro y pequeñas empresas que obtuvieron un crédito en el 2014 solo 58.7% y 80.5%, respectivamente, utilizaron las entidades bancarias, y las demás accedieron a otras fuentes de financiamiento.

Cuadro N° 11. Empresas por entidad que otorgó el crédito para iniciar el negocio o actividad, según tamaño de empresa

⁸ "Los conceptos de microempresa y empresa familiar se entrecruzan entre sí, ya que se podría considerar que una microempresa es un tipo de empresarial. La empresa familiar se caracteriza por: (i) uno o dos familias poseen más del 50% de la propiedad de la empresa; (ii) existen miembros de la familia ocupando cargos directivos y/o ejecutivos en la empresa; (iii) los miembros de la familia consideran que esa empresa va a ser transferida a las siguientes generaciones.

Muchas de las microempresas son familiares, ya que no todas las empresas han nacido grandes, sino más bien, se han ido formando desde un inicio bastante humilde y evolucionado hacia formas más elaboradas, a medida que crecen sus operaciones (...) el éxito de una empresa se analiza frecuentemente desde el punto de vista financiero, pero en la empresa familiar, es muy importante la interrelación entre la familia y la empresa, por lo que para garantizar el futuro de las mismas, no sólo es importante el rendimiento económico sino también que la familia se mantenga unida y comprometida con la empresa a través de los años, lo que podría ser llamado "rendimiento familiar", siendo esta característica la que hace la diferencia".

⁹ El referido autor señala que: "En la categoría Microempresa, también, se dan relaciones laborales familiares. Se tratan de unidades empresariales que cumplen con los requisitos mínimos de formalidad, sin que esto signifique que cumplan con todos los requisitos, por lo que se les puede calificar de semiformales. En algunos casos no cumplen con alguno de los aspectos laborales o con los requisitos municipales. Sin embargo, su carácter viable o de acumulación, determina que sus necesidades tengan un sustento económico y no social, estando en tránsito hacia la formalidad regular propia de su naturaleza de empresa emergente. Estas unidades económicas tienen sistemas de organización simples, centralizado administrativa y productivamente en el propietario y con una estructura familiar. El nivel de uso de servicios financieros es limitado. Los niveles de formación y capacitación de trabajadores son mayores que en las empresas no viables, sin embargo, sigue siendo ésta una limitación para un mayor y rápido crecimiento" Dentro de esta categoría existen Microempresas no viables o de subsistencia, son unidades económicas que se caracterizan por ser inestables desde el punto de vista de su viabilidad. Tienen una baja productividad y operan por debajo de sus costos; los ingresos que generan son insuficientes para sus propietarios y trabajadores. Son mayormente informales (no cumplen con los registros tributarios, laborales y municipales). No generan empleos adecuados desde el punto de vista de los jornales y las horas laborales, además, incumplen con los estándares mínimos de derechos laborales básicos".

| Tamaño de empresa | Total de empresas que accedieron a un crédito | Banca múltiple | Caja municipal | Caja rural | EDPY ME | Organismos No Gubernamentales "ONG" | Cooperativas de ahorro y créditos "COOPAC" | Corporación Financiera de Desarrollo "COFIDE" | Prestamistas | Otro 1/ |
|-------------------|---|----------------|----------------|------------|---------|-------------------------------------|--|---|--------------|---------|
| Total | 100.0 | 65.6 | 15.2 | 3.0 | 2.4 | 0.5 | 3.5 | 0.0 | 4.8 | 5.1 |
| Microempresa | 100.0 | 58.7 | 19.0 | 1.5 | 2.8 | 0.7 | 4.8 | 0.0 | 6.4 | 6.2 |
| Pequeña empresa | 100.0 | 80.5 | 7.0 | 6.1 | 1.4 | 0.1 | 0.7 | 0.1 | 1.5 | 2.7 |

1/ Comprende: Familiares, proveedores, socios, entre otros.

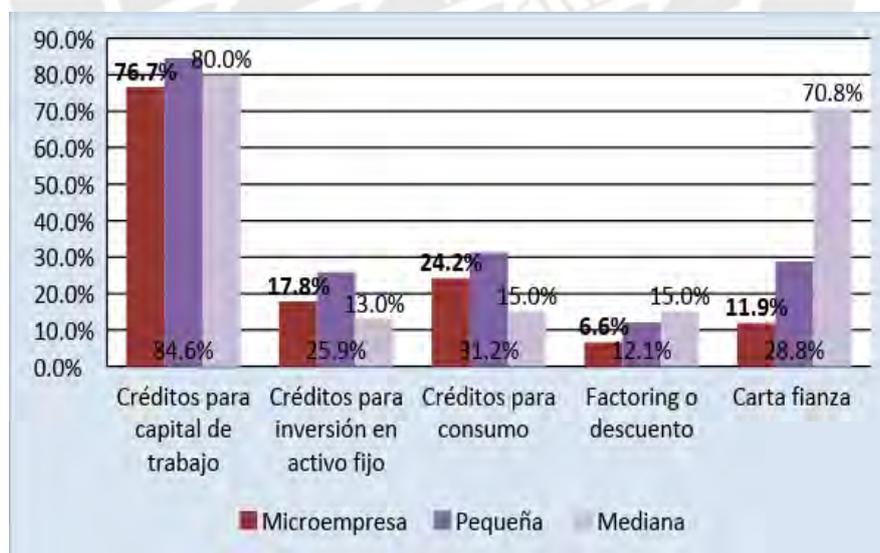
Nota: Incluye solo micro y pequeñas empresas. El universo de las microempresas están comprendidas en el rango de ventas anuales de 20 a 150 UIT, las pequeñas empresas con ventas mayores a 150 UIT hasta 1700 UIT.

Periodo de referencia 2014.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática – Encuesta Nacional de Empresas 2015.

Respecto a los créditos otorgados por el sistema financiero, el producto más utilizado por la micro y pequeña empresa fue el crédito para capital de trabajo (76.7% y 84.6%, respectivamente), seguido del crédito para consumo utilizado para el financiamiento de su actividad (24.2% y 31.2%) y finalmente el factoring o descuento como producto menos demandado (ver Cuadro N° 12).

Cuadro N° 12. Tipo de producto financiero que utilizaron las empresas, según estrato.



Fuente: PRODUCE.

Conforme podemos apreciar de los resultados expuestos, solo el 6.6% y 12.1% de las micro y pequeñas empresas, respectivamente, utilizó productos como el

factoring o descuento¹⁰ para la obtención de capital durante el 2015; porcentaje que resulta bajo en comparación con otros segmentos empresariales.

De una comparación entre desde el 2016 hasta el 2017, podemos advertir que existe una leve reducción de la demanda del factoring y descuento por parte de la microempresa; y, en el caso de la pequeña empresa, existe una reducción en uso del descuento y un incremento en el uso del factoring en más del 66% respecto al 2016 (Cuadro 13).

Cuadro N° 13. Número de empresas que accedieron o solicitaron productos financieros, según estrato empresarial, 2016-2017

| Rango empresarial | 2016 | | 2017 | |
|-------------------|--------------|------------|--------------|------------|
| | Descuento | Factoring | Descuento | Factoring |
| Microempresa | 359 | 24 | 354 | 22 |
| Pequeña | 1,884 | 15 | 1,828 | 25 |
| Mediana | 293 | 5 | 313 | 11 |
| Gran | 1,474 | 470 | 1,520 | 458 |
| Total | 4,010 | 514 | 4,015 | 516 |

Elaboración: OEE-PRODUCE

Fuente: RCC

¹⁰ Mediante la promulgación de la Ley N° 29623 en 2012, modificada por Ley N° 30308, se buscó promover el acceso al financiamiento de las empresas a través de la operación de *factoring*, que consiste en la cesión de una factura comercial a una entidad financiera o una empresa especializada en *factoring* a cambio de un anticipo parcial o total del monto de pago, sobre el cual dicha entidad aplicará una tasa de descuento. En el caso de la operación de descuento, esta permite a la empresa obtener el efectivo que tenía planeado recibir en un plazo mayor, pero la responsabilidad de pago la asume el emisor de la factura; a diferencia del *factoring*, en donde la entidad autorizada sí asume el riesgo de pago del deudor o adquirente de los productos o servicios ofrecidos por el emisor de la factura.

La promoción de ambos mecanismos de financiamiento busca enfrentar la falta de liquidez que muchas empresas enfrentan, sobre todo las micro, pequeñas y medianas, que difieren el pago de los bienes o servicios que ofrecen a sus clientes, por lo que en algunos casos afrontan escenarios de falta de liquidez para asumir obligaciones inmediatas; situación que puede generar dificultades en la adquisición de nuevo inventario, pago de proveedores, entre otros, que orilla muchas veces a la empresa a contraer deudas en condiciones desfavorables o con una alta tasa de interés.

Respecto al nivel de acceso de la Mype al sistema financiero, la información disponible evidencia que solo el 47.8% accedió a financiamiento durante el 2016: 5% microempresas y 42.8% de pequeñas empresas (Cuadro N° 14).

Cuadro N° 14. Acceso al financiamiento, según estrato, 2016

| | Número de empresas registradas en Sunat | Número de empresas registradas en el SF Diciembre 2016 | % Participación en el SF |
|--------------|---|--|--------------------------|
| Microempresa | 1,652,071 | 82,094 | 5.00% |
| Pequeña | 74,085 | 31,727 | 42.80% |
| Mediana | 2,621 | 1,588 | 60.60% |
| Mype | 1,726,156 | 113,821 | 47.80% |
| Gran | 8,966 | 6,199 | 69.10% |
| Total | 1,737,743 | 121,608 | 7.0% |

**Se consideran los créditos vigentes, vencidos, refinanciados y reestructurados, cualquier tipo de crédito utilizado al menos una vez en el periodo en cuestión.*

Fuente: SBS RCC 2016 - Sunat 2016

Elaboración: PRODUCE OEE

Las cifras expuestas evidencian que, a diciembre de 2016, solo 113 821 micro y pequeñas empresas accedieron a créditos en el sistema financiero, lo que equivale al 47.8% del total de las Mype formales (Cuadro N° 17) y representa el 3 % del total de Mypes formales e informales (Cuadro N° 4).

Cabe precisar que en sus primeras etapas de ciclo del negocio, las microempresas suelen requerir financiamiento para servicios básicos como la gestión del flujo de caja o préstamos a corto plazo (Glisovic & Martínez, 2012, p. 2). De este modo, su base de capital proviene generalmente de sus ahorros o de préstamos de familiares y amigos, lo cual explicaría –entre otros factores– su bajo nivel de acceso al sistema financiero.

En el caso de la microempresa de acumulación y la pequeña empresa de nuestro país, dicho segmento se encuentra en una etapa distinta del ciclo de vida del negocio –etapa de desarrollo o crecimiento– donde sus necesidades de financiamiento buscan atender las necesidades de capital para la compra de activos fijos o inventarios, o cuando no cuentan con liquidez. A modo de

referencia, en el 2015 se identificó que, del total de micro y pequeñas empresas, el 29.5% y el 25.8 %, respectivamente, presentó problemas de liquidez que afectaron su producción.

Cuadro N° 15. Empresas que tuvieron problemas de liquidez que afectaron su producción o el cumplimiento de sus obligaciones tributarias, según tamaño de empresa

| Tamaño de empresa | Total de empresas | Si | No |
|--------------------------|-------------------|------|------|
| Total | 100.0 | 27.1 | 72.9 |
| Microempresa | 100.0 | 29.5 | 70.5 |
| Pequeña empresa | 100.0 | 25.8 | 74.2 |
| Grande y mediana empresa | 100.0 | 10.5 | 89.5 |

Periodo de referencia 2014.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática - Encuesta Nacional de Empresas 2015.

El escenario antes descrito resalta la magnitud de la brecha de acceso a financiamiento para la micro y pequeña empresa respecto a otros segmentos empresariales, lo cual no se ha revertido en los últimos 3 años, pues el porcentaje de acceso a financiamiento mantiene una tendencia decreciente:

Cuadro N° 16. Evolución anual de inclusión financiera



*Se consideran los créditos vigentes, vencidos, refinanciados y reestructurados, cualquier tipo de crédito utilizado al menos una vez en el periodo en cuestión

Fuente: SBS RCC 2016 - SUNAT 2016

Elaboración: PRODUCE-OEE

2.2. Condiciones de acceso a financiamiento

De acuerdo al Banco Mundial, el acceso a crédito a un precio eficiente contribuye al crecimiento de la productividad en las empresas (Ministerio de la Producción, 2017, p. 72).

Es importante tener en cuenta que la determinación del costo del crédito depende de la valoración de sus componentes: a) costo de fondos; b) riesgo de crédito; c) costos operativos; y, (d) utilidad (Soto Chavez, 2006, p. 10). Ahora bien, la dispersión del costo del crédito que encontramos en el sistema financiero peruano entre los diversos segmentos empresariales, se sustenta en las características propias de cada operación, la estimación del riesgo del crédito, los costos derivados de su administración y la escala o monto del préstamo.

En efecto, de acuerdo con las conclusiones expuestas en un estudio sobre el costo del crédito en el Perú, "la diversidad de tasas existentes en el mercado de créditos peruano responde a la segmentación del mercado en sectores con deudores de características diferentes, tanto en tamaño como en capacidad de pago. Cuanto mayor son las diferencias en la escala y en el riesgo de crédito, mayor es la dispersión de tasas de interés de los préstamos, tanto entre sectores como al interior de cada segmento" (Choy, M., et al, 2015, p. 33).

De acuerdo a la información disponible, podemos identificar la tasa de interés activa promedio de préstamos en entidades del sistema financiero, mínima y máxima, de acuerdo al tipo de crédito: créditos para, una TEA promedio mínima de 19.07% (entidades bancarias) y máxima de 29.35% (Edpymes); y para la microempresa una TEA promedio mínima de 34.41% (cajas municipales) y máxima de 66.89% (Financieras).

Cuadro 22. Tasa de interés activa anual promedio por tipo de crédito

| | Bancos | Financieras | Edpymes | Cajas Municipales | Cajas rurales |
|-----------------------------|---------------|--------------------|----------------|--------------------------|----------------------|
| Pequeña empresa | 19.07% | 29.21% | 29.35% | 26.35% | 27.03% |
| Microempresa | 34.72% | 66.89% | 44.15% | 37.41% | 39.82% |
| *Periodo de consulta | 18 julio 2018 | 18/07/2018 | Junio 2018 | Junio 2018 | Junio 2018 |

Fuente: SBS. Consulta pública

Los rangos de máximo y mínimo dependerán del plazo de financiamiento otorgado y el tipo de producto. A continuación, observaremos las tasas de interés activa anual promedio que tiene la micro y pequeña empresa en el sistema financiero, por entidad y tipo de financiamiento.

Cuadro 23. Tasa de interés activa anual promedio para créditos para la pequeña empresa, por entidad y tipo de financiamiento

| | Descuentos | Revolvente | Préstamos hasta 30 días | Préstamo de 31 a 90 días | Préstamo de 91 a 180 días | Préstamo de 180 a 360 días | Préstamos a más de 360 días |
|------------------|------------|------------|-------------------------|--------------------------|---------------------------|----------------------------|-----------------------------|
| Entidad bancaria | 11.26% | - | 13.36% | 15.71% | 19.76% | 23.21% | 18.69% |
| Caja municipal | - | - | 44.38% | 33.13% | 26.98% | 32.33% | 25.39% |
| Financieras | - | - | 28.94% | 27.28% | 72.72% | 31.19% | 27.35% |
| Edpyme | - | - | - | 47.13% | 42.21% | 34.83% | 28.40% |
| Cajas rurales | 25% | - | 60.10% | 26.72% | 38.24% | 33.57% | 26.26% |

En el caso de la pequeña empresa las tasas de interés en entidades bancarias para préstamos de hasta 30 días (13.36%) y descuentos (11.26%) son sustancialmente menores a la tasa de interés mínima promedio (19.07%).

Cuadro 24. Tasa de interés activa anual promedio para créditos para la microempresa, por entidad y tipo de financiamiento

| | Tarjeta de crédito | Descuentos | Préstamos revolventes | Préstamos a cuota fija hasta 30 días | Préstamos a cuota fija de 31 a 90 días | Préstamos a cuota fija de 91 a 180 días | Préstamos a cuota fija de 180 a 360 días | Préstamos a cuota fija a más de 360 días |
|------------------|--------------------|------------|-----------------------|--------------------------------------|--|---|--|--|
| Entidad bancaria | 26.10% | 8.37% | 16.67% | 29.39% | 33.72% | 51.44% | 44.67% | 29.68% |
| Caja municipal | - | - | 25.11% | 69.96% | 75.01% | 40.56% | 43.75% | 35.20% |
| Financieras | - | - | - | 58.84% | 40.78% | 124.30% | 49.93% | 34.40% |
| Edpyme | - | - | - | 46.80% | 58.81% | 57.03% | 51.48% | 33.89% |
| Cajas rurales | - | - | 30% | 50.29% | 43.59% | 54.98% | 47.43% | 37.77% |

Por otro lado, en el caso de la microempresa las tasas de interés para préstamos en entidades bancarias de hasta 30 días (29.39%), descuentos, préstamos revolventes (16.67%) y el financiamiento a través de tarjeta de crédito (26.10), son menores a la tasa de interés mínima promedio (34.41%). Cabe precisar que esto solo refleja la tasa de interés activa mas no los cargos asociados a otros servicios que puede aplicar la entidad financiera (gastos y comisiones), especialmente en el caso de tarjetas de crédito.

Respecto de los volúmenes de financiamiento del segmento Mype, de los montos financiados por entidades del sistema financiero podemos observar que, de enero a setiembre de 2017, la microempresa obtuvo un promedio de financiamiento ascendente a S/ 4,999.00 y la pequeña empresa S/ 48, 739.00 (Fuente: SBS).

Por otro lado, en el caso de los emprendimientos innovadores, estos tienen limitaciones de acceso a financiamiento a través de las fuentes tradicionales pues no cuentan con una idea de negocio en lanzamiento en el mercado ni con flujos de caja que permitan atender los pagos de un crédito.

En dicho escenario, en el 2012 se crea el programa Start-Up Perú con el objetivo de promover la creación de empresas innovadoras y con potencial de crecimiento en nuestro país, a quienes se le otorga financiamiento para el desarrollo de su idea de negocio. Sin embargo, solo considera a emprendimientos innovadores conformados por 2 a 5 personas, excluyendo, para efectos del concurso, a aquellos que sean promovidos de manera individual; además, la concesión del financiamiento dependerá de la evaluación de determinados criterios, tales como: mérito innovador, a través de la identificación del problema y solución, grado de innovación de la solución, y contenido tecnológico de la solución; modelo de negocio potencial, según el grado de diferenciación sobre la oferta; potencial de valor agregado y crecimiento; capacidad de ejecución y compromiso del equipo emprendedor. Además del financiamiento, StartUp Perú brinda a las empresas seleccionadas respaldo institucional, capacitaciones y networking.

2.3. Financiamiento a través del Mercado Alternativo de Valores

En el año 2012, la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) creó el Mercado Alternativo de Valores (MAV) –Resolución de Superintendencia N° 025-2012-SMV/01– el cual establece un régimen simplificado de ofertas públicas primarias y secundarias de valores para empresas no corporativas, que resulta más flexible en comparación del régimen tradicional en relación a los requisitos de inscripción de los valores, así como las obligaciones de remisión de información periódica¹¹.

La flexibilización de requisitos y la creación de este segmento especial para la colocación y negociación de valores buscó facilitar el acceso de las empresas no

¹¹ Las normas que rigen las ofertas públicas bajo este régimen contemplan la posibilidad de emitir acciones, bonos e instrumentos de corto plazo.

corporativas al financiamiento a través de los mercados de capitales y, asimismo, propiciar un escenario de mayor competencia entre las entidades del sistema financiero y el mercado bursátil y que este genere un impacto positivo en las condiciones de financiamiento de las empresas.

Respecto al funcionamiento del MAV, existen diversas publicaciones que identifican y analizan las mejoras que requiere para su promoción y el cumplimiento de su objetivo, así como los retos que enfrenta el regulador para el impulso de este régimen. Sin embargo, sin intención de analizar a profundidad las necesidades de mejora que se han planteado al respecto (Pineda Galarza, 2017), sí es importante identificar cuál es la oferta y demanda de dicho mercado y, de este modo, determinar si este permite atender las necesidades de financiamiento de la micro y pequeña empresa.

De acuerdo a la información presentada por la Superintendencia del Mercado de Valores ante el Congreso de la República¹² en diciembre de 2017, hasta dicha fecha ingresaron 11 emisores y se registraron colocaciones por más de 65 millones de dólares, siendo el mínimo colocado ascendente a US\$ 150 mil (Imagen N° 1).

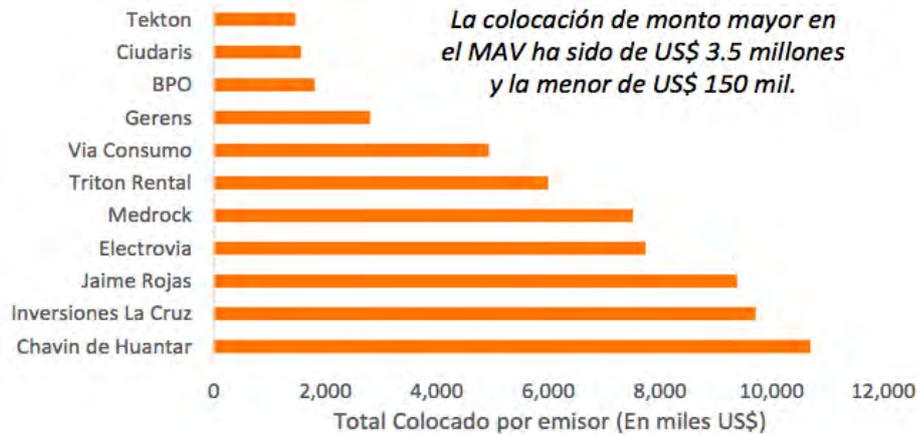
Imagen N° 3. Colocaciones en el Mercado Alternativo de Valores, desde el 2012 a diciembre de 2017.

¹²

http://www.congreso.gob.pe/Docs/comisiones2017/Comision_de_Economia/files/exposiciones/presentacion_smv.pdf.

Mercado Alternativo de Valores (MAV)

El MAV desde su creación en 2012, se ha colocado US\$ 64 millones en 80 emisiones por 11 emisores (demanda 1.6 veces la oferta).



Fuente: Congreso de la República del Perú

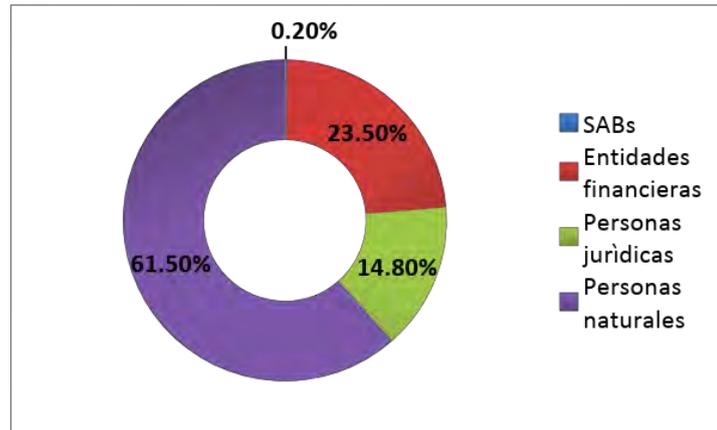
De las 11 empresas emisoras mencionadas previamente, la mayoría corresponde al segmento de la mediana empresa, con ventas que oscilan entre los 7 a 60 millones de soles; el resto corresponde al segmento de la pequeña –Gerens con ventas de 1 251 018 millones en el primer semestre del 2017– con ventas que superan el millón de soles¹³.

La información expuesta nos permite concluir que la mayoría de las empresas emisoras en el MAV corresponden al segmento de la mediana empresa y solo algunas pequeñas empresas han accedido a este mecanismo de financiamiento, y estas últimas registran ventas superiores al millón de soles. De otro lado, también es importante conocer quiénes son los principales inversionistas en el Mercado Alternativo de Valores. Al respecto, de las emisiones de instrumentos de corto plazo registradas por Chavín de Huantary Tiendas EFE S.A., podemos advertir que la mayor demanda se encuentra en entidades del sistema financiero, seguidas por personas naturales.

Cuadro N° 25. Inversionistas de Instrumentos de Corto Plazo de Chavín de Huántar

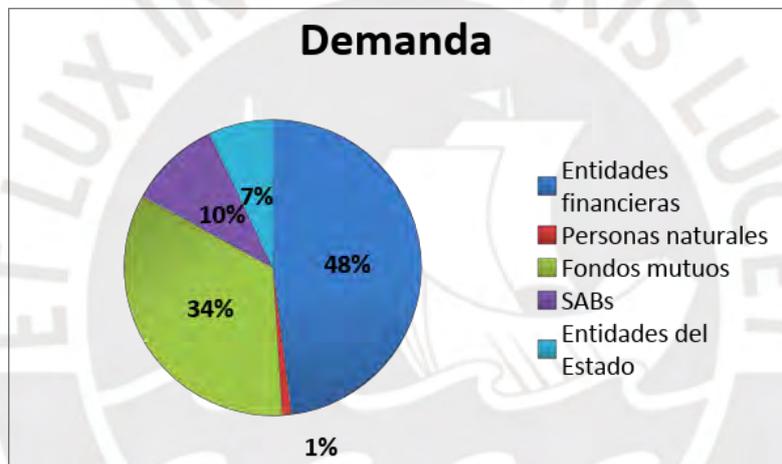
13

http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinancieraSem.aspx?data=369B643AC4256A83F0BDFE3A244F1E48ED9041EF1B.



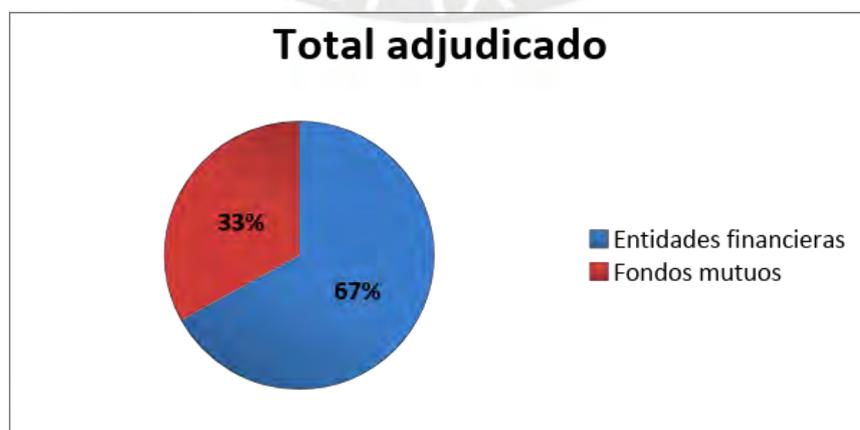
Fuente: (Castañeda, 2014)

Cuadro N° 26. Resultado de la subasta de papeles comerciales. Segundo programa Tiendas EFE S.A.



Fuente: SMV

Cuadro N° 27. Resultado de la subasta de papeles comerciales. Segundo programa Tiendas EFE S.A.



Fuente: SMV

La demanda de inversionista en el MAV difiere sustancialmente del Mercado Principal, donde la demanda está compuesta en su mayoría por AFP (35%) y Seguros (18%), según la SMV. Por otro lado, de acuerdo a la información publicada por la Superintendencia del Mercado de Valores, las colocaciones en el mercado de valores se efectuaron a una tasa de interés promedio de 6.87% y la mayoría mediante la emisión de instrumentos de corto plazo.

Imagen N° 6. Colocaciones en el Mercado Alternativo de Valores, desde el 2012 a diciembre de 2017.

| EMISOR | VALOR | SEGMENTO | FECHA DE COLOCACIÓN | FECHA DE VENCIMIENTO | PLAZO | TASA DE INTERES |
|-----------------------------|-----------------------------|----------|---------------------|----------------------|------------------|-----------------|
| 1 A. Jaime Rojas Repres | BONOS CORPORATIVOS | MAV | 1/03/16 | 20/02/18 | 2 años | 7.47% |
| 2 A. Jaime Rojas Repres | BONOS CORPORATIVOS | MAV | 8/06/16 | 30/05/18 | 2 años | 7.50% |
| 3 A. Jaime Rojas Repres | BONOS CORPORATIVOS | MAV | 19/04/17 | 10/04/19 | 2 años | 7.00% |
| 4 A. Jaime Rojas Repres | BONOS CORPORATIVOS | MAV | 25/07/17 | 16/07/19 | 2 años | 5.97% |
| 5 Agrícola y Ganadera C | INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO | MAV | 17/05/17 | 12/02/18 | 270 días | 4.84% |
| 6 Agrícola y Ganadera C | INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO | MAV | 27/06/17 | 25/03/18 | 270 días | 4.50% |
| 7 Agrícola y Ganadera C | INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO | MAV | 28/08/17 | 26/05/18 | 270 días | 4.00% |
| 8 Agrícola y Ganadera C | INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO | MAV | 15/11/17 | 13/08/18 | 270 días | 4.00% |
| 9 BPO Consulting | INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO | MAV | 5/10/17 | 3/07/18 | 270 días | 7.13% |
| 10 BPO Consulting | INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO | MAV | 12/12/17 | 9/09/18 | 270 días | 6.72% |
| 11 Ciudadaris Consultores l | BONOS CORPORATIVOS | MAV | 18/01/16 | 21/01/19 | 3 años | 7.50% |
| 12 Ciudadaris Consultores l | BONOS CORPORATIVOS | MAV | 25/08/16 | 12/02/19 | 2 años y 6 meses | 6.91% |
| 13 Edpyme Inversiones L | BONOS CORPORATIVOS | MAV | 29/12/15 | 14/12/18 | 3 años | 9.91% |
| 14 Electrovia S.A.C. | INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO | MAV | 2/02/17 | 29/01/18 | 360 días | 7.31% |
| 15 Electrovia S.A.C. | INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO | MAV | 17/11/17 | 15/11/18 | 1 año | 7.72% |
| 16 Gerens Escuela de Ge | INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO | MAV | 3/10/17 | 29/09/18 | 1 año | 8.50% |
| 17 Viaconsumo S.A.C. | INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO | MAV | 19/07/17 | 16/04/18 | 270 días | 8.00% |
| 18 Viaconsumo S.A.C. | INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO | MAV | 22/11/17 | 18/11/18 | 360 días | 8.75% |
| Promedio total | | | | | | 6.87% |

Fuente: SMV

Finalmente, el acceso a nuestro mercado de capitales requiere costos de naturaleza única que aproximadamente equivalen a S/. 110,000 por concepto de preparación –antes de la emisión de valores por parte de la empresa–; lo que impide el acceso de la micro o pequeña empresa que no podrán internalizar dicho costo para hacer rentable la operación, pues para ello tendría que emitir un monto mínimo de 3 millones al año (Pineda Galarza, 2016, p. 11).

Imagen N° 7. Costos de acceso al MAV

| Cuantitativos en US\$ |  |  |  |
|--------------------------------|---|--|---|
| Inscripción (SMV, BVL, Cavali) | 900 | 960 | 860 |
| Colocación y Estructuración | 27,500 | 22,000 | 22,000 |
| Clasificación de Riesgo | 8,200 | 17,000 | 8,200 |
| Total | 36,700 | 39,960 | 31,060 |



COSTOS CUALITATIVOS

- Análisis contable, financiero y legal preliminar de la empresa: 1 a 2 meses
- Suscripción de contratos para: Estructuración y colocación de valores, asesores legales, clasificación de riesgo: 2 a 3 meses
- Solicitud de Inscripción (SMV-BVL-CAVALI) : 1 mes

Fuente: SMV

Como vemos, el acceso a financiamiento a través del MAV requiere pasar por varias etapas antes de lograr levantar el capital requerido: (i) una etapa de estructuración (determinación del valor, plazo y moneda); (ii) inscripción en el Registro Público del mercado de valores y el Registro de Valores de la Bolsa de Valores de Lima; (iii) colocación del valor en el mercado; y, (iv) la emisión del valor para obtener el financiamiento deseado.

Todo lo anterior, con la participación obligatoria de una Sociedad Agente de Bolsa que evidentemente cobra una comisión por su intermediación, lo cual elimina considerablemente el concepto de “ahorro” que se ofrece a través de esta vía de financiamiento y desincentiva el ingreso del segmento de la pequeña empresa; ello, sumado a la poca demanda que existiría en estas emisiones debido a la magnitud de la operación, que desincentiva la participación de los principales inversionistas (entidades financieras y fondos mutuos) de este mercado, cuyo costo de evaluación de la colocación no justifica el retorno de inversión esperado.

Por si esto fuera poco, en el escenario ideal de contar con emisiones de una microempresa, esta no encontraría demanda en los inversionistas – institucionales en su mayoría– que requieren montos mínimos de emisión para justificar los costos fijos de análisis asociados a su inversión –de seguimiento del

sector y de la empresa–, por lo que no tendrían incentivos para invertir en pequeñas emisiones al no considerar rentable dicho proceso (Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, 2017, p. 128).

De acuerdo a lo expuesto, podemos concluir que pese a la flexibilización de requisitos y exigencias de información el mercado alternativo de valores continúa representando un alto costo para la pequeña empresa y resulta inviable para la microempresa, debido a al gasto previo necesario para su inscripción y colocación que no justifica el beneficio esperado.

3. Necesidades de financiamiento de la micro y pequeña empresa

La demanda de financiamiento de una empresa dependerá del momento en que se encuentre respecto a su ciclo de negocio y del destino del capital que busca obtener. Para entender mejor estas diferencias, podemos citar el esquema de evolución del déficit de financiación de las empresas (Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN). Miembro del Grupo BID, 2015, p. 31), el cual la clasifica en cinco etapas: 1) idea/inicio; 2) desarrollo del prototipo; 3) lanzamiento del negocio; 4) crecimiento inicial; y, (5) expansión.

En base a dicho esquema, observamos que a diferencia de los emprendimientos que presentan un déficit de financiamiento en la etapa de desarrollo o inicio de su idea de negocio –donde no tienen flujos de caja–, las demás empresas se encuentran en la fase de lanzamiento y crecimiento inicial por lo que ya cuentan con algunos flujos que le permitan enfrentar el pago de una deuda¹⁴.

De otro lado, en el caso de las microempresas de acumulación, el financiamiento constituye un factor de gran interés e importancia pues permitirá que dicho segmento pueda impulsar su inversión en activos fijos y acceso a tecnología que le permita obtener procesos más eficientes y competitivos¹⁵ (Dirección General

¹⁴ La microempresa, a diferencia de los emprendimientos que también presentan necesidades de financiamiento en nuestro país, presenta características distintas. El rasgo elemental que distingue a ambos segmentos se basa en la etapa en la cual se encuentra la empresa dentro de su ciclo de crecimiento y el déficit de financiación que presenta.

¹⁵ Conforme a lo desarrollado en el capítulo anterior, se consideran en este grupo aquellas microempresas con ventas superiores a las 13 UIT y que representan el 23.48% del total de microempresas formales en el Perú.

de MYPE y Cooperativas, 2011, p. 37); en contraste, las microempresas de subsistencia presentan desafíos distintos basados en el fortalecimiento de capacidades e información, pues no cuentan con la capacidad de generar utilidades (Dirección General de MYPE y Cooperativas, 2011)¹⁶.

En el presente trabajo, trabajaremos bajo con el segmento de la microempresa de acumulación, es decir, aquella que tiene potencial de crecimiento; además de los emprendimientos con grado de innovación, que según el Plan Nacional califican como microempresa.

De la información disponible, podemos concluir que el segmento Mype determina la elección de su fuente de financiamiento según los siguientes criterios, en orden de preferencia:

Cuadro 28. Empresas por criterio considerado importante al elegir un crédito, según tamaño de empresa y orden de preferencia

| Tamaño de empresa | 1° Tasa de interés | 2° Plazos de pago | 3° Rapidez de otorgamiento | 4° Garantías solicitadas | 5° Prestigio de la entidad financiera | 6° Beneficios que otorga la entidad | 7° Periodo de gracia | 8° Otro |
|------------------------|-----------------------|----------------------|-------------------------------|-----------------------------|--|--|-------------------------|------------|
| Microempresa | 92.2% | 43.6% | 27% | 17.7% | 17.3% | 12.4% | 8.3% | 4.1% |
| Pequeña empresa | 84% | 44.6% | 29.8% | 21.1% | 21.2% | 19% | 11% | 6.5% |

Fuente: Encuesta Nacional de Empresas 2015

Como podemos observar, existen 4 criterios que determinan la preferencia de la micro o pequeña empresa para la elección de un crédito.

Respecto de los criterios que determinan la preferencia del segmento Mype, observamos que, en particular, las Mype no tienen poder de negociación para influir en la determinación del costo del crédito; sin embargo, queda claro que la mayoría buscaría obtener capital en el menor tiempo posible y que la tasa de interés ofrecida sea la más baja.

¹⁶ La diferencia es sustancial pues, como vimos previamente, el enfoque del Estado respecto a las microempresas de subsistencia debería enfocarse en desarrollar políticas sociales que contribuyan a una mejora en el fortalecimiento de sus capacidades e información básica que le permita desarrollarse; y, en el caso de la microempresa de acumulación, sí es factible priorizar el impulso de políticas de desarrollo que le permitan mejorar su nivel de competitividad y productividad.

Por otro lado, de junio a setiembre de 2018, se encuestaron a 11 microempresas, 4 emprendimientos y 2 pequeña empresas, con los siguientes resultados:

| Pregunta | Opciones | Porcentaje |
|---|--|-------------------|
| Necesidades de financiamiento | Capital de trabajo | 65% |
| | Financiamiento de equipos y maquinarias | 29% |
| | Financiamiento de proveedores | 18% |
| | Otro | 6% |
| | Pago de planilla | 6% |
| Fuentes de financiamiento | Capital propio | 41% |
| | Bancos | 35% |
| | Familia | 18% |
| | Juntas | 6% |
| Intención de ofrecer acciones de su empresa a fin de obtener capital | Sí: Solo emprendedores y microempresas. | 41% |
| | No: El 100% de las pequeñas encuestadas afirmó no tener intención de emitir acciones | 59% |
| Razones para no acceder a financiamiento mediante emisión de acciones | No tiene interés en compartir rentabilidad | 42% |
| | No quiere perder control del negocio | 25% |
| | Prefiere financiarse con créditos o deuda | 17% |
| | Prefiere que la empresa tenga una composición familiar | 17% |
| Interés en ofertas alternativas a los bancos y que sean por Internet | Sí | 76% |
| | No | 24% |
| Conocimiento sobre plataformas de financiamiento colectivo | Sí | 25% |
| | No | 75% |

| | | |
|---|----------------------------|-----|
| Factores que evaluaría para decidir financiarse a través de plataformas | Tasa de interés | 82% |
| | Garantías solicitadas | 35% |
| | Plazo de pago | 29% |
| | Rapidez de desembolso | 24% |
| | Prestigio de la plataforma | 18% |
| | Periodo de gracia | 6% |

Si bien la muestra base no resulta representativa, los resultados pueden brindarnos un panorama referencial de los incentivos y preferencias del segmento Mype: (i) el 82% de encuestados afirmó determinar su elección de financiamiento, principalmente, en base a la tasa de interés ofrecida (resultado que coincide con los citados en el cuadro 28 en base a la información de la última Encuesta Nacional de Empresas 2015) y como segundo factor las garantías solicitadas (35%); (ii) las pequeñas empresas afirmaron no tener interés en emitir acciones para obtener capital, por lo que preferían financiarse mediante deuda¹⁷; y, (iii) el 76% de los encuestados afirmó tener interés en acceder a otras alternativas de financiamiento por Internet; sin embargo, se evidencia un alto desconocimiento de las empresas sobre las plataformas de financiamiento colectivo (75%).

Respecto de la posibilidad de emitir acciones para obtener capital, recientes publicaciones permiten inferir que las Mypes de nuestro país –en su mayoría empresas familiares (El Comercio, 8 de agosto de 2017)¹⁸– no tienen incentivos suficientes para ofrecer acciones de su negocio. Así, un informe sobre las empresas familiares en el Perú concluyó que solo el 14% de las tienen accionistas que no son miembros de la familia y ninguna de estas empresas manifestó su interés en en ofrecer acciones (PWC, 2016).

En base a lo anterior, podemos concluir que cualquier mecanismo alternativo de financiamiento debería ofrecer condiciones de acceso a capital más atractivas que las fuentes tradicionales, considerando principalmente los siguientes

¹⁷ Se entrevistó al Gerente General de una empresa distribuidora de bebidas y a la dueña de una empresa dedicada a la fabricación de plantillas de zapatos, en la provincia de Lima. Ambas empresas manifestaron que la gestión del negocio se concentraba en los miembros de la familia.

¹⁸ El 63% del segmento Mype serían empresas familiares.

factores: a) costo de acceso a financiamiento; b) mayores plazos de pago; c) rapidez en el otorgamiento; y, c) menores garantías solicitadas.

Además, respecto de la posibilidad de financiarse a través de la emisión de acciones o participación de capital, las pequeñas empresas no tendrían suficientes incentivos para acceder a dichos esquemas, aparentemente porque no tienen interés en compartir la rentabilidad de su negocio y no quieren perder el control. Probablemente, por esta razón es que la última encuesta de empresas familiares concluye que solo el 14% de las empresas encuestadas contaban con accionistas que no formaban parte de la familia.

4. Conclusiones:

- La Mype constituye un segmento empresarial de gran importancia al contribuir con el PBI en más del 20% y generar el 85% del empleo de nuestro país. Por tal motivo, el Estado debe ejecutar políticas que permitan mejorar la productividad y competitividad de dicho sector y fomentar su transición hacia los estratos empresariales de mayor envergadura; lo que finalmente impactará de forma positiva en el desarrollo del país.
- De acuerdo al Plan Nacional para la Productividad y Competitividad de la Mype 2011-2021, existen cuatro tipos diferenciados dentro del segmento Mype: (i) los emprendimientos; (ii) la microempresa de subsistencia; (iii) la microempresa de acumulación; y, (iv) la pequeña empresa; los cuales se diferencian entre sí no solo por su volumen de ventas sino por su grado de competitividad y potencial de crecimiento. Asimismo, dichos segmentos presentan las siguientes características:

Cuadro N° 29. Características y condiciones de financiamiento para la Mype en el Perú

| Característica | Pequeña empresa | Microempresa |
|--|---|---|
| % Respecto al total de empresas | 4.46% | 95.6% |
| Estrato económico | -39.5% comercio -39% servicios -11.5% otros | -41.3% servicios -44.5% comercio -14.2% otros |

| | | |
|---|---|---|
| Tasa de interés en entidades bancarias | 19.07% | 34.41% |
| Tipo de crédito | -Capital de trabajo: 84.6% -Crédito de consumo: 31.2 -Factoring o descuento: 12.1%. | -Capital de trabajo: 76.7% -Crédito de consumo: 24.2% -Factoring o descuento: 6.6% |
| Según su nivel de productividad | - | -Microempresa de acumulación (ventas mayores a 13 UIT): 23.48% -Microempresa de subsistencia (ventas menores a 13 UIT): 76.52% |
| Tasa de creación o entrada | 3.2% (2016) | 14% (2016) |
| Tasa de salida o mortalidad | 0.3% (2016) | 5% (2016) |
| Acceso a financiamiento del segmento formal | Del total de 31,727 pequeñas empresas, 43% accedió a financiamiento en el 2016 | Del total de 82,094 microempresas, 5% accedió a financiamiento en el 2016 |
| Acceso a financiamiento del segmento formal e informal | En el 2016, solo el 0.85% del total de pequeñas empresas formales e informales. | En el 2016, solo el 2.2% del total de microempresas formales e informales. |
| Promedio de créditos requeridos | S/ 48 739.00 | S/ 4 999.00 |
| Ciclo de negocio | Indeterminado | -68% ventas al por menor -32% ventas al por mayor |
| Forma de organización | 85.7%: persona jurídica | 73.2%: persona natural (Ministerio de la Producción, 2017, p. 30). ¹⁹ |

¹⁹ Presenta la siguiente composición: (i) S.A.C., 12.8%, (ii) S.A., 0,9%; (iii) E.I.R.L., 8.9%; (iv) S.C.R.L, 3.4%; (v) sociedades irregulares, 0,3%; (vi) sociedad civil, 0,1%; (vii) otros, 0,3%.

| | | |
|---------------------------------------|----------|----------|
| Promedio de años en el mercado | 8.8 años | 6.6 años |
|---------------------------------------|----------|----------|

Fuente: Elaboración propia

- El segmento de la microempresa está constituido, básicamente, por empresas de propiedad familiar y en sus primeras etapas de ciclo del negocio suelen requerir financiamiento para servicios básicos como la gestión del flujo de caja o préstamos a corto plazo.
- La tasa de creación empresarial o emprendimiento en nuestro país es del 24.6%, superior a los resultados de países desarrollados como Canadá, Australia o el Reino Unido.
- La tasa de innovación empresarial en el Perú equivale al 14,9%, muy por debajo de lo que registran países desarrollados como Canadá (43.2%), Australia (28.5%) o Reino Unido (27.1%).
- El diseño actual del MAV no se adapta a las necesidades de capital y las especiales características del segmento Mype, por lo que no resulta una alternativa de financiamiento viable para dicho sector. Por lo general, la Mype demanda volúmenes de capital que están por debajo del promedio mínimo colocado en el MAV (el monto mínimo colocado desde la creación del MAV en el 2012 asciende a US\$ 150 mil).
- Si bien en los últimos meses se han aprobado diversas modificaciones normativas para fomentar y promover el uso del factoring y descuento por parte de las empresas²⁰ (Ghezzi, 2015, p. 32), estos únicamente generarían incentivos para incrementar la oferta –entidades financieras y otras empresas de *factoring*– de dichas operaciones; sin embargo, esta no ha tenido un impacto del lado de la demanda de la micro y pequeña empresa, pues el porcentaje de acceso a dichos productos equivale al 0.13% del total de Mypes formales en el 2016²¹. Lo anterior evidencia que la implementación de dichos mecanismos de

²⁰ Según PRODUCE, las referidas modificaciones generaron las siguientes mejoras:

a) obligatoriedad de la tercera copia correspondientes a la factura negociable, que permitirá masificar la disponibilidad de dicho instrumento; b) habilitación de los mecanismos para emitir y negociar la factura negociable proveniente de un comprobante de pago electrónico; c) permitir la desmaterialización de las facturas negociables ante una ICLV; d) autorizar la transferencia de la factura negociable desde el momento de su entrega (antes debía esperarse 8 días); e) disminución de la carga regulatoria aplicable a las empresas de *factoring*.

²¹ Ver cuadro 4 donde se registra un total de 1 734 113 Mypes formales en el 2016; sin embargo, del cuadro N° 10 se evidencia que solo 2282 empresas de dichos segmentos accedieron o solicitaron productos como el factoring o descuento en el mismo periodo.

financiamiento no cubre la demanda existente en el segmento Mype.

- Antes de otorgar liquidez a las empresas a través del *factoring*, las entidades autorizadas evalúan a las empresas pagadoras o compradoras y dependiendo de su perfil de riesgo estiman la tasa de descuento aplicable. En ese sentido, antes de aceptar el cobro de facturas, la entidad financiera o empresa de factoring analiza muy bien al cliente obligado y en caso este califique como de alto riesgo no otorgarán el financiamiento.
- El uso del *factoring* o descuento requiere de ventas previas por parte de la empresa, por lo que ante un escenario de contracción de las ventas de la micro o pequeñas empresa estas no podrían acceder a esta modalidad de financiamiento.
- La mayoría de las Mype no tendrá incentivos para acceder al *factoring* pues su tipo de negocio no funciona bajo la concesión de créditos a sus clientes por la venta de productos (comercio minorista) o la prestación de servicios, considerando que el 44.5% de las Mype se dedica a actividades de comercio (44.5%) y de venta al por menor (68% del total de empresas, aproximadamente); y el 41.3% realiza actividades de prestación de servicios (Ministerio de la Producción, 2017, 45). Para que el *factoring* o descuento sea atractivo a la micro y pequeña empresa, se requiere que los costos de transacción que involucra justifiquen no solo la gestión ante la entidad financiera sino también la realización de ventas a crédito para el comprador del bien o el usuario del servicio.
- Ante un escenario de crisis de liquidez y la consecuente contracción de la oferta de créditos en el sistema financiero, la micro y pequeña empresa tendrá serias limitaciones de acceso a capital en términos de costo y oportunidad.
- El 53.2% de las Mypes en Perú son informales, por lo que el número de empresas de dicho segmento con capacidad de obtener crédito en el sistema financiero se reduce considerablemente. A su vez, al no acceder al sistema financiero, estas tampoco cuentan con historial crediticio que permita a los otorgantes del crédito una estimación del riesgo.
- Las empresas que acceden a financiamiento en el sistema financiero no tienen información clara sobre el producto más conveniente para su necesidad y no distinguen entre productos de capital de trabajo o el uso de una línea de crédito.

- Es importante considerar el ciclo operativo del negocio de la microempresa²² que incluye información de los días en promedio en el que todo el proceso productivo le reporta entradas de flujo de caja; lo que dependerá, en gran medida, del tipo de actividad o sector económico.
- En resumen, existe una brecha de acceso a financiamiento para la micro y pequeña que no ha sido revertida por las fuentes tradicionales de financiamiento o por el mecanismo alternativo de oferta pública de valores (Paolatin, 2014, p. 290). Por tanto, resulta importante promover el uso de fuentes alternativas de financiamiento que se adapten a las necesidades de dicho segmento y a sus especiales características.



22

Según el Banco Central de Reserva del Perú, este indicador se calcula como los días promedio en que se venden todos los inventarios más los días promedio en que se hacen efectivas las cuentas por cobrar menos los días promedio en que se debe realizar los desembolsos para pagar a los proveedores. Ver Reporte de Estabilidad Financiera de mayo 2017, en <http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/reporte-de-estabilidad-financiera.html>.

CAPÍTULO III

CROWDFUNDING FINANCIERO COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA EL SEGMENTO MYPE EN EL PERÚ: IMPORTANCIA, PROBLEMAS Y FACTORES CLAVE PARA SU DESARROLLO

El presente capítulo incluye información relevante sobre el modelo de financiamiento colectivo o *crowdfunding*, su definición, características y modalidades existentes, a partir de lo cual describiremos porqué el *crowdfunding* financiero constituye una oportunidad innovadora frente a los esquemas tradicionales de financiamiento, en base a las evidencias de desarrollo en la experiencia comparada.

Finalmente, se plantearán algunas condiciones para el desarrollo de un ecosistema de *crowdfunding* financiero en el Perú y las razones para fomentar dicho esquema como alternativa de financiamiento para la micro y pequeña empresa, considerando las características de la oferta y demanda de nuestro mercado potencial.

1. Consideraciones generales

1.1. Antecedentes e importancia

La crisis económica mundial del 2008 generó una contracción en la oferta de créditos que tuvo un impacto negativo global; sin embargo, esta situación afectó en gran medida a los pequeños negocios o emprendimientos que vieron limitado su acceso a financiamiento.

En dicho contexto, el *crowdfunding* (modalidad de *crowdsourcing* o colaboración colectiva)²³ surgió como un mecanismo de financiamiento innovador a través del

²³ Externalización de tareas de una empresa mediante una convocatoria abierta para obtener la colaboración de un colectivo de personas o grupos de profesionales (crowd) en la realización de actividades relevantes para la producción, lo cual incrementa la libre contribución de los usuarios en diferentes proyectos de interés.

cual las personas (naturales o jurídicas) denominados promotores buscaban financiamiento para sus proyectos o negocios mediante el uso de una plataforma web. De este modo, el *crowdfunding* surge para cubrir la necesidad de financiamiento de pequeños negocios o emprendimientos, que por su alto perfil de riesgo tienen un acceso limitado a otras fuentes tradicionales de capital.

En términos generales, el gestor de esta plataforma se encarga de seleccionar y publicar los proyectos y lanzar una convocatoria abierta para obtener el financiamiento requerido. A su vez, las personas interesadas en dichos proyectos, denominados inversionistas o *crowdfunders*, realizan aportaciones individuales en pequeñas cantidades que en su conjunto logran satisfacer la necesidad de capital del promotor o el objetivo de financiación del proyecto (Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera de Colombia, 2016, p. 3).

A continuación, describiremos brevemente los modelos de *crowdfunding* que existen a nivel global.

1.2. Modelos de crowdfunding

De acuerdo al tipo de retribución esperada por el inversionista, existen dos tipos de *crowdfunding*: a) el *crowdfunding* financiero, donde el inversionista busca obtener un retorno o rentabilidad por su inversión (*crowdfunding* de valores y de préstamo); y, b) el *crowdfunding* no financiero, donde el inversionista no espera una rentabilidad económica sino otro tipo de recompensa (*crowdfunding* de donación y de recompensa). Las características básicas de los esquemas tradicionales de *crowdfunding* antes mencionados son las siguientes:

a) Crowdfunding de donación (donation based–crowdfunding):

A través de este modelo la plataforma publica el proyecto del promotor para la recaudación de fondos sin ofrecer una retribución al inversionista o crowdfunder. Este es un modelo de financiamiento colectivo no lucrativo, pues el inversionista aporta recursos sin esperar un retorno financiero o no financiero. Esta modalidad suele ser utilizada para brindar financiamiento a proyectos de apoyo social o humanitario. Cabe precisar que esta modalidad

no se encuentra sujeta a regulación en nuestro país.

b) Crowdfunding de recompensa (*reward-based crowdfunding*)

En este modelo la plataforma publica los proyectos de promotor o empresa ofreciendo una recompensa o beneficio no financiero al inversionista que decida realizar un aporte dinerario al proyecto. Por lo general, este modelo está dirigido a financiar proyectos culturales o creativos, y el inversionista solo se compromete a determinada aportación, pero no abona nada hasta que se llegue al objetivo de financiación del proyecto.

La recompensa que recibe el inversionista o *crowdfunder* puede consistir en bienes o servicios. Cabe precisar que esta modalidad de *crowdfunding* no se encuentra regulada en nuestro país.

c) Crowdfunding de valores

Esta modalidad de *crowdfunding* esta sujeta a regulación. En este caso las plataformas difunden un proyecto empresarial y objetivo de financiamiento del promotor y ofrecen al inversionista una participación en los beneficios de la sociedad promotora a cambio de su aportación dineraria.

En este modelo la contraprestación ofrecida a los patrocinadores del proyecto puede traducirse en acciones de la empresa, participaciones o un porcentaje de los beneficios esperados, es decir, instrumentos representativos de capital o renta variable; sin embargo, también pueden darse casos de emisión de valores representativos de deuda o renta fija.

d) Crowdfunding de préstamo

En el caso del *crowdfunding* de préstamo, la plataforma facilita el canal que permite que diversas personas o prestamistas financien un proyecto en particular a cambio de una retribución económica o interés. Cabe precisar que a diferencia del esquema de valores, las plataformas de préstamo no publican proyectos que ofrezcan la emisión de instrumentos de deuda.

A continuación, desarrollaremos con más detalle los esquemas de *crowdfunding* financiero, sus variantes, ventajas y riesgos.

2. Crowdfunding financiero

2.1. Modalidades

En base a la experiencia comparada, podemos identificar diversos modelos o esquemas de negocio de *crowdfunding* financiero. Sin embargo, existen dos formas típicas de clasificación: la primera basada en el tipo de instrumento con el que opera la plataforma (instrumento de renta fija o variable) y la segunda según el estatus o posición que adquiere el inversionista frente al promotor (Cuesta et al, 2014, p. 1).

Tomando en cuenta la clasificación antes expuesta, así como los modelos identificados por el Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, podemos mencionar las siguientes modalidades de *crowdfunding* financiero (Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, 2017, p. 250):

(i) Crowdfunding de préstamos participativos (*lending crowdfunding*)

Es el modelo tradicional de préstamo participativo, donde el inversionista suscribe un contrato de crédito con el promotor o empresa y otorga el financiamiento a cambio del pago de cuotas, que incluyen el capital y los intereses pactados (en base a una determinada tasa de interés). Por su parte, la plataforma actúa como administradora del contrato de préstamo, gestiona los pagos y los cobros (Cuesta et al, 2014, p. 8).

En este esquema también pueden existir variedades dependiendo de si la plataforma solo contacta al promotor y al prestatario o si recibe directamente los aportes de los inversores para luego transferirlos a los promotores.

(ii) *Debt-based crowdfunding* o deuda basada en instrumentos de renta fija

En el esquema de *debt-based crowdfunding* las plataformas buscan captar financiamiento a través de la negociación de títulos de renta fija emitidos por la empresa promotora, que pueden ser bonos u otro tipo de instrumento de deuda. Cabe destacar que aunque la operación que genera la emisión del valor representativo de deuda tiene la categoría de un préstamo, la emisión de un título a nombre del inversionista genera que se considere dentro del modelo de *crowdfunding* de valores.

(iii) Equity crowdfunding o crowdfunding basado en valores de renta variable

En el caso del *equity crowdfunding*, las plataformas operan ofreciendo al inversionista participaciones o acciones en la empresa del promotor a cambio de financiamiento. En este modelo, el retorno de la inversión está directamente relacionado con el éxito del proyecto, por lo que existe un alto riesgo para el inversionista.

Esta modalidad es utilizada generalmente en el caso de empresas en una fase inicial de creación donde no existe certeza respecto de su viabilidad.

En el Perú, las plataformas de financiamiento colectivo, de valores o deuda, no cuentan con una regulación especial pero están sujetas a la siguientes normas:

| Entidad | Norma |
|--|--|
| Unidad de Inteligencia Financiera –SBS | Ley 29038, Ley que incorpora la Unidad de Inteligencia Financiera del Perú a la SBS. Artículo 3.- De los sujetos obligados a informar 3.1. Son sujetos obligados a informar y, como tal, están obligados a proporcionar la información a que se refiere el artículo 3 de la Ley N° 27693, Ley que crea la Unidad de Inteligencia Financiera - Perú e implementar el sistema de prevención de lavado de activos y del financiamiento del terrorismo, las personas naturales y jurídicas siguientes: (...) 28) Las que se dedican a la financiación colectiva o participativa y que operan a través de plataformas virtuales. |
| SMV | Ley del Mercado de Valores |

2.2. Elementos del ecosistema

Dentro del esquema de funcionamiento de las plataformas de *crowdfunding* financiero, el proceso de captación de recursos involucra la participación de diversas personas (naturales o jurídicas) y genera a su vez múltiples relaciones jurídicas. Podemos mencionar los siguientes elementos principales del ecosistema de *crowdfunding* (Camacho Clavijo, pp.88-89, 2016):

- a) Promotor: la persona natural o jurídica que busca financiamiento para su proyecto de negocio.
- b) Crowdfunders o inversionistas: personas que ofrecen financiamiento mediante sus aportaciones individuales.
- c) Plataforma: empresa que gestiona la plataforma web y contacta al promotor con los potenciales inversionistas a través de dicho medio. Se encarga de la selección y publicación de los proyectos de negocio y las demandas de financiamiento de los promotores.

De otro lado, el esquema tradicional del *crowdfunding* financiero tiene las siguientes etapas básicas (BBVA Innovation Center, 2015, p.9):

- (i) El empresario o promotor presenta la información de su proyecto a la plataforma y se establece un objetivo de recaudación de fondos.
- (ii) El inversionista (persona natural o jurídica que conforma el *crowd*) se registra en la plataforma y elige el proyecto donde desea invertir.
- (iii) El empresario obtiene los fondos esperados cuando se logra el objetivo de recaudación.
- (iv) El inversor recibe su contraprestación por el capital y puede volver a invertir en otras ideas.

2.3. Ventajas respecto a las fuentes tradicionales de financiamiento

El *crowdfunding* financiero se diferencia de las fuentes tradicionales de financiamiento en muchos aspectos. En primer lugar, a diferencia de los esquemas de financiamiento tradicional, en este modelo existe una gran masa de aportantes o inversionistas, por lo que “la toma de decisiones se desplaza a la colectividad, y esta generalmente apuesta por el desarrollo”. Cabe precisar

que existen algunos casos donde la plataforma contacta al promotor con un solo prestamista individual; sin embargo, en este supuesto, no nos encontraremos frente a un esquema tradicional de *crowdfunding* financiero, el cual requiere un colectivo de inversores o un financiamiento “en masa” (Álvarez, 2014, p.7). De otro lado, en este esquema de financiamiento existe un riesgo de pérdida limitado debido a la baja cuantía de las aportaciones individuales, por lo que “*el riesgo de la inversión se distribuye entre un número elevado de participantes (llamados crowdfunders) que contribuyen en los proyectos con operaciones de cuantía reducida*” (Camacho, 2016, p. 291).

Adicionalmente a ello, la experiencia internacional nos muestra que en aquellos países donde se vienen desarrollando los esquemas de *crowdfunding* financiero se han generado nuevos productos y servicios que promueven la construcción de un ecosistema transparente, eficiente y eficaz (México, 2016, p. 1). Asimismo, este nuevo modelo viene propiciando el impulso a la innovación en beneficio de los usuarios.

En suma, existen múltiples estudios basados en la aplicación del *crowdfunding* financiero en otros países los cuales concluyen que tiene diversos beneficios, en especial para el financiamiento a la microempresa y los emprendimientos (Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) Miembro del Grupo BID, 2015).

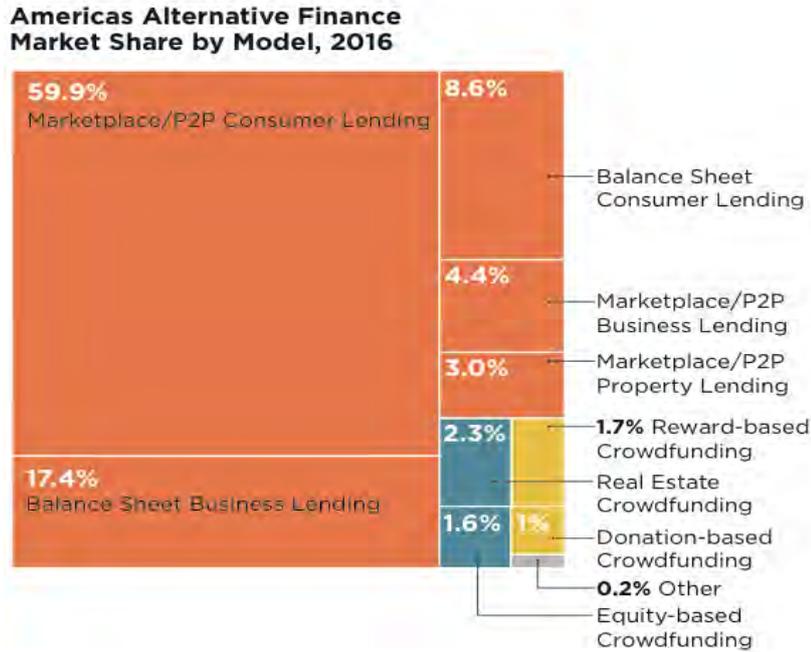
3. Crowdfunding financiero como alternativa de financiamiento según la experiencia comparada

3.1. Diagnóstico de la industria a nivel global

Es necesario conocer cómo se desarrolló el modelo de *crowdfunding* en los países pioneros en su implementación y cuál es el diagnóstico actual de la industria en otros continentes: demanda y oferta, niveles de inclusión financiera, principales inversionistas, niveles de acceso a financiamiento, sectores beneficiados (Mype, grandes empresas, personas naturales), entre otros. Al respecto, de acuerdo a una publicación de la Universidad de Chicago y Cambridge Center for Alternative Finance, la industria del *crowdfunding* financiero en países de América presenta una tendencia creciente, con

predominio del esquema lending que absorbió el 59.9% del total del mercado en el 2016 (2017, p.p 28-29).

Imagen N° 9. Industria del crowdfunding en países de América



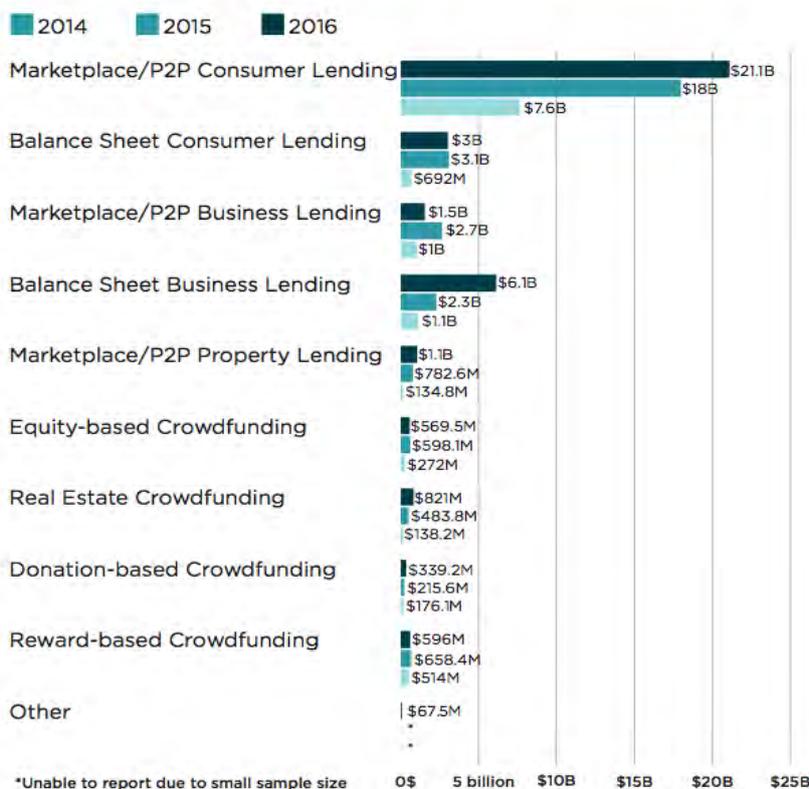
Fuente: Universidad de Chicago y Cambridge Center for Alternative Finance

En dicho periodo, el esquema equity representó solo el 1.6% del volumen de financiamiento vía crowdfunding, con un total de US\$ 569.5 millones, 5% menos del volumen generado en el 2015 donde recaudó US\$ 598.1 millones. Por su parte, dentro de “otros”²⁴ encontramos al esquema de financiamiento de valores basado en deuda (renta fija) que solo representó el 0.2% del volumen total financiado, con US\$ 67 millones recaudados.

Imagen N° 10. Recaudación del crowdfunding en América

²⁴ Según el referido estudio, dentro de “otros” se registra el total recaudado a través de otros modelos de financiamiento alternativo, entre los que se encuentra el crowdfunding de valores basado en deuda.

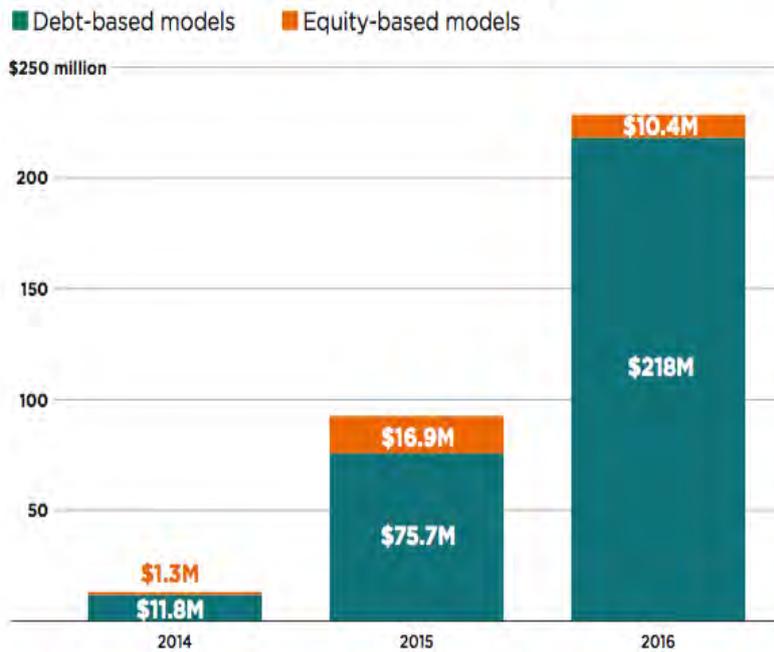
Americas Alternative Finance Total Volume by Model, 2014-2016 (\$USD)



Como vemos, los modelos de financiamiento alternativo han mantenido un nivel de crecimiento estable. No obstante, en el caso de los Estados Unidos el crecimiento general se ha desacelerado, desde un crecimiento anual de tres dígitos a un 22% en 2016 (Tania Ziegler et al, 2017, p 74).

A nivel de Latinoamérica y el Caribe, U\$ 233.8 millones recaudados por el financiamiento alternativo fueron utilizados por 67,499 negocios en 2016: 98% (o \$ 228.4 millones) por modelos basados en inversión en deuda (US\$ 218.4 millones) o capital (US\$ 10.4 millones). Estos resultados evidencian un crecimiento del 188% desde el 2015 (U\$ 75,7 millones) respecto de los esquemas basados en deuda y una reducción del 38% de la recaudación bajo el esquema de acciones en el 2016 (desde \$ 16.9 millones en 2015).

LAC Alternative Finance provided to Businesses through Investment-based models 2014-2016 (\$USD)



De los países de la Unión Europea, el Reino Unido es el país más activo en *crowdfunding*, donde se identificaron 143 plataformas en el 2014 (Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, 2017, p. 254).

Como vimos, existen diversos tipos de plataformas de financiamiento. De acuerdo al ranking de finanzas alternativas del 2016, en Latinoamérica y el Caribe se ha registrado un crecimiento del 209% del volumen financiado a través de dicho mecanismo –en contraste con las cifras del 2015–, de lo cual el 57% del volumen de financiamiento en la región proviene del modelo P2P *business lending*.

De todos los países de la región, México lidera el desarrollo dicho esquema, con una recaudación de 114.2 millones en el 2016. Por tal motivo, analizaremos las principales características de las plataformas de *equity* y *lending* que operan actualmente en dicho país.

3.2. Plataformas de financiamiento colectivo en la experiencia comparada: características, modelo de negocio y factores de éxito

En nuestra región, México tiene un mercado más desarrollado y cuenta con el mayor número de plataformas (le siguen Brasil, Colombia y Chile) de financiamiento alternativo (59) en Latinoamérica (BID, 2017), por lo que su experiencia nos permitirá conocer la dinámica de la industria y su potencial de crecimiento.

De acuerdo al análisis del ecosistema de crowdfunding en México²⁵, se concluyó que la falta de confianza de los inversionistas y clientes constituye el principal factor limitante para el desarrollo de las plataformas de deuda y *equity*. Adicionalmente, se identificaron aspectos clave del ecosistema y el comportamiento de los principales actores de la industria: (i) las plataformas ofrecen un valor agregado diferenciado según su objetivo: las plataformas de deuda tienen un objetivo económico, por lo que ofrecen la reducción de costos de acceso a financiamiento; y, por otro lado, el esquema de equity (o acciones) persigue un objetivo social al buscar la inclusión y financiamiento de proyectos innovadores, donde el incentivo económico es secundario; (ii) las plataformas no se enfocan en atender las necesidades de financiamiento de las pequeñas empresas ni en la participación de microinversionistas; (iii) respecto a los inversionistas potenciales, resulta necesario fomentar la educación y promoción del crowdfunding pues “existe una desconfianza general en las aplicaciones de Internet” (Ruesga, 2015).

Cabe precisar que, si bien podría decirse que las condiciones de la oferta de plataformas de financiamiento colectivo en México no se replicarán en el contexto peruano, es importante enfatizar que la determinación del “costo de financiamiento” depende de ciertas condiciones de oferta y demanda, así como el nivel de riesgo de crédito. Al respecto, encontramos algunas semejanzas entre el nivel de riesgo de crédito –traducido en la ratio de morosidad–, la demanda y oferta que tienen las plataformas de financiamiento colectivo en México frente a la oferta y demanda potencial que tendría dicho esquema en nuestro país:

²⁵ Cabe precisar que en marzo de 2018 se promulgó en México la ley para regular a las instituciones de Tecnología financiera (Fintech), cuyo contenido sustancial será definido por disposiciones secundarias que deberán emitir los reguladores.

- (i) Diferencia de solo 0.88% en el porcentaje de morosidad de créditos en entidades bancarias (ASBANC, 2018): Perú, 3.07 %; México, 2.19%. Esta diferencia tendría un ligero impacto en la determinación del costo de financiamiento en el Perú a través de plataformas de financiamiento colectivo bajo el esquema de deuda; lo cual explicaría porqué Afluente Perú registra una TEA mínima del 13% a diferencia de plataformas como Yotepresto que mantiene una TEA mínima de 8.9%. Cabe precisar que se utiliza este indicador debido a que todas las plataformas bajo análisis coinciden en dirigir su modelo de negocio a solicitantes con historial crediticio en el sistema financiero.
- (ii) Oferta potencial de micro y pequeñas empresas: según la Encuesta Nacional de Financiamiento de las Empresas en México, el 80% de la micro y pequeña empresa no tiene interés en aceptar aportación de capital de inversionistas privados (ENAFIN, 2015); por otro lado, un gran porcentaje de micro y pequeñas empresas en México considera que el factor de “alta tasa de interés/alto costo de capital” constituye el principal factor que podría limitar su acceso de financiamiento (49% de las microempresas y 55% de las pequeñas).

Estas cifras coinciden con el entorno de la oferta potencial en nuestro país, donde las Mypes consideran que la tasa de interés ofrecida es el principal factor para elegir financiamiento (92.2% microempresas y 84% pequeñas empresas, ver Cuadro 28). Lo mismo ocurre respecto de la posibilidad de emitir acciones, pues las Mypes del Perú tampoco tendrían incentivos suficientes para ofrecer acciones de su negocio (PWC, 2016).

A continuación, analizaremos la características y principales condiciones de financiamiento de plataformas que operan en México, por ser el país que lidera el ranking de finanzas alternativas en Latinoamérica y el Caribe²⁶ y que ha evidenciado un crecimiento sustancial entre el 2016 y 2017.

Para esto, evaluaremos las siguientes variables: tipo de plataforma (deuda y *equity*), mejor calificación otorgada al deficitario, tasa de interés anual y comisión aplicable a la mejor calificación otorgada, criterio de evaluación y monto mínimo

²⁶ Ver documento 155.

de solicitud de préstamo.

Yotepresto, plataforma que opera en México, cuenta con 21 perfiles de calificación según el nivel de riesgo del solicitante (que puede ser una persona natural con o sin negocio), siendo “A1” la calificación más alta y “C7” la más baja, con una TEA equivalente a 8,9% y 39.9%, respectivamente. Asimismo, cobra una comisión “por apertura”, en caso se obtenga en financiamiento solicitado, en base a un porcentaje del monto del préstamo obtenido, el cual también depende del nivel de riesgo asignado al solicitante: 2,9% en niveles A1, A2 y A3; 3,9%, niveles A4, A5, A6 y A7; y, 4,5%, niveles B1 a C7.

De otro lado, Pichtbull, plataforma que enfoca su modelo de negocio en el financiamiento de micro, pequeña y medianas empresas; en estos casos, el representante legal de la empresa o la persona natural con negocio es el único autorizado para solicitar financiamientos. Los tipos de préstamo que puede solicitar a través de esta plataforma son: a) para Capital de Trabajo: plazos desde 6 hasta 24 meses. Este tipo de préstamo es para compra de inventarios, pagos de nóminas, insumos para la producción, pago a proveedores, gastos de fabricación, gastos operativos y más; y, b) para Adquisición de activos fijos / equipamiento –plazos desde 6 hasta 24 meses–. Este tipo de préstamo es para adquirir maquinaria, equipo de transporte, equipo de oficina, equipo de cómputo, entre otros.

Pichtbull cuenta con 5 perfiles de calificación según el nivel de riesgo del solicitante, siendo la calificación más alta “A1” y “C1” la más baja, con una TEA equivalente a 10,0% y 20%, respectivamente; asimismo, cobra una comisión fija, en caso se obtenga en financiamiento solicitado, en base a un porcentaje del monto del préstamo obtenido, el cual equivale al 4% más IVA (Impuesto al Valor Agregado)²⁷ del monto del préstamo.

Cuadro 30. Plataformas de financiamiento colectivo en el esquema de deuda

| Plataforma | Público objetivo (deficitario) | Calificación de riesgo | TEA | Comisión | Plazos de evaluación y recaudación | Criterios de evaluación |
|------------|--------------------------------|---------------------------|---------------------------------|--------------------------------------|---|---|
| Yotepresto | Personas naturales, con o | A1. Calificación más alta | TEA mejor calificación A1: 8.9% | Comisión calificación más alta: 2.9% | Evaluación: 1 día hábil Recaudación: 10 días | Monto mínimo de préstamo: desde \$10,000 pesos (S/ 1 757.00) hasta \$300,000 pesos (S/ 52 710.00) |

²⁷ En el Perú, IGV.

| | | | | | | |
|------------------|---|----|----------------|--------------------|--|--|
| | sin negocio | | Plazo: 6 meses | | | <p>El monto aprobado dependerá de la capacidad de pago mensual y el plazo que elijas.</p> <p>Tienen un sistema de “scoring” o puntos que el solicitante va acumulando con base en su perfil e historial crediticio. Entre más puntos tenga, consigue una mejor calificación y paga menos interés.</p> <p>Analizan cerca de 60 variables. Las más importantes son:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Puntualidad para pagar en sus créditos anteriores. • ¿Cuántos años de experiencia tiene manejando créditos? • ¿A qué se dedica y cuál es su antigüedad en su empleo o negocio? • ¿Está muy endeudado con sus líneas de crédito actuales? • ¿Cuánto de sus ingresos destina al pago de deudas <p>Fuente: https://www.yotepresto.com/tasas-comisiones</p> <p>1.- Tener buen historial crediticio. Sólo autorizan a personas con buen historial validado en Buró de Crédito.</p> <p>2.- Tener una cuenta de banco a tu nombre (chequera, de nómina, cuenta de ahorros, etc.) para depositar el crédito y para hacer el cobro de sus pagos.</p> <p>3.- Tener comprobantes de ingresos, ya sea con recibos de nómina o estados de cuenta bancarios. No aceptan notas de venta ni facturas.</p> |
| Pitchbull | Personas naturales o jurídicas con actividad empresarial; tener al menos 2 años de operación; y, facturar al menos 1 millón de pesos anuales (52 mil dólares , equivalente a S/ 171 mil soles) anuales) | A1 | 10% | Fija de 4.5% + IVA | Evaluación: 24 horas Recaudación: 1 a 21 días | <p>Puede solicitar desde \$65,000 hasta \$500,000 pesos (S/ 11,420 y S/ 87,851, respectivamente).</p> <p>Las tasas de interés se calculan de acuerdo a una calificación que obtienes, resultado de nuestro análisis de riesgo interno, así como del plazo de tu préstamo.</p> <p>El análisis de riesgo cubre 4 áreas principales:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Capacidad de pago • Nivel de endeudamiento • Historial en buró de la empresa solicitante • Historial en buró del aval de la empresa solicitante <p>En PitchBull no piden garantías ni prendarias ni hipotecarias. Únicamente requieren un pagaré firmado por un aval/deudor solidario que respalda el préstamo otorgado a la empresa. En la mayoría de los casos, el socio</p> |

| | | | | | | |
|--|--|--|--|--|--|---|
| | | | | | | <p>mayoritario de la empresa es el aval/deudor solidario del préstamo. Así, en caso de que la empresa no cumpla con sus obligaciones, el aval tiene la obligación legal de responder por el préstamo.</p> <p>Para poder solicitar un préstamo deben presentar los siguientes documentos:</p> <p><u>Si es Persona Moral (Jurídica):</u></p> <p><u>Primera etapa:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • 12 últimos estados de cuenta bancarios de la empresa (sólo las carátulas). • Declaración anual de impuestos del último periodo fiscal. • Estados Financieros (Balance General y Estado de Resultados del año anterior y también los parciales del presente año, con una antigüedad no mayor a 3 meses. Debe incluir el detalle de la relación analítica del Balance. Dichos estados financieros deben contener el nombre, número de Cédula Profesional y la firma de tu contador y de tu Representante Legal.) • Opinión de cumplimiento de obligaciones fiscales. • Cartas de autorización de consulta de la empresa y socio mayoritario en Buró de Crédito. Si el socio mayoritario, por alguna razón especial y aprobada por PitchBull, no será el aval del préstamo, necesitaremos también la carta de autorización de consulta en Buró de Crédito del aval. <p><u>Segunda etapa:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Constancia de Situación Fiscal de la empresa. • Acta constitutiva de la empresa debidamente inscrita en el Registro Público de la Propiedad y del Comercio. • Reformas a sus estatutos y aumentos al capital (si existen) de la empresa. • Poderes del representante legal de la empresa, debidamente inscritos en el Registro Público de la Propiedad y del Comercio. • Identificación oficial vigente del representante legal de la empresa (sólo se acepta IFE o pasaporte). • Comprobante de domicilio de tu empresa (agua, luz o teléfono) con antigüedad no mayor a 3 meses. • Comprobante de domicilio del representante legal (agua, luz |
|--|--|--|--|--|--|---|

| | | | | | | |
|--|--|--|--|--|--|---|
| | | | | | | <p>o teléfono) con antigüedad no mayor a 3 meses.</p> <p>Si el aval es Persona Física:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Identificación oficial vigente del aval (sólo se acepta IFE o pasaporte) • Acta de matrimonio del aval (en caso de que esté casado por bienes mancomunados) • Declaración patrimonial del aval (formato proporcionado por PitchBull). • Comprobante de domicilio (agua, luz o teléfono) con antigüedad no mayor a 3 meses. <p>Si el aval es Persona Moral:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Acta constitutiva debidamente inscrita en el Registro Público de la Propiedad y del Comercio. • Reformas a sus estatus y aumentos al capital (si existen). • Poder del representante legal, inscrito en el Registro Público de la Propiedad y del Comercio. • Identificación oficial vigente del representante legal del aval (sólo se acepta IFE o pasaporte). • Estados Financieros (Balance General y Estado de Resultados del año anterior y también los parciales del presente año, con una antigüedad no mayor a 3 meses. Debe incluir el detalle de la relación analítica del Balance. Dichos estados financieros deben contener el nombre, número de Cédula Profesional y la firma del contador y Representante Legal.) • Comprobante de domicilio (agua, luz o teléfono) con antigüedad no mayor a 3 meses. <p><u>Si es Persona Física (natural) con Actividad Empresarial:</u></p> <p><u>Primera etapa:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Doce últimos estados de cuenta bancarios (sólo las carátulas). • Declaración anual de impuestos del último periodo fiscal • Estados Financieros (Balance General y Estado de Resultados del año anterior y también los parciales del presente año, con una antigüedad no mayor a 3 meses. Debe incluir el detalle de la relación analítica del Balance. Dichos estados financieros deben contener el nombre, número de Cédula |
|--|--|--|--|--|--|---|

| | | | | | | |
|--|--|--|--|--|--|--|
| | | | | | | <p>Profesional y la firma del contador y de la Persona Física con Actividad Empresarial).</p> <ul style="list-style-type: none"> • Opinión de cumplimiento de obligaciones fiscales. • Cartas de autorización de consulta de la Persona Física con Actividad Empresarial y su aval en Buró de Crédito. <p><u>Segunda etapa:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Constancia de Situación Fiscal de la empresa. • Identificación oficial vigente de la Persona Física con actividad empresarial (sólo se acepta IFE o pasaporte) • Comprobante de domicilio de la empresa (agua, luz o teléfono) con antigüedad no mayor a 3 meses. • Comprobante de domicilio de la Persona Física con actividad empresarial (agua, luz o teléfono) con antigüedad no mayor a 3 meses. • Acta de matrimonio de la Persona Física con actividad empresarial (en caso de que esté casado por bienes mancomunados). • Identificación oficial vigente del aval (sólo se acepta IFE o pasaporte) • Acta de matrimonio del aval (en caso de que esté casado por bienes mancomunados) • Declaración patrimonial del aval (formato proporcionado por PitchBull). • Comprobante de domicilio (agua, luz o teléfono) con antigüedad no mayor a 3 meses. <p>Fuente: https://www.pitchbull.com/faqs.xhtml</p> |
|--|--|--|--|--|--|--|

Respecto al plazo de evaluación, observamos que las plataformas ofrecen una evaluación inmediata que no supera las 24 horas, incluso en el caso de Pitchbull que se enfoca también en personas jurídicas como solicitantes. Por otro lado, respecto del plazo de recaudación, este es diferenciado dependiendo del tipo de plataforma. En el caso de plataformas que se dirigen a personas naturales solicitantes –10 días–, el plazo de recaudación resulta menor al que aplica para personas jurídicas o empresas –21 días–.

4. Análisis comparativo: plataformas de financiamiento colectivo vs fuentes tradicionales de financiamiento para el segmento Mype

A continuación, describiremos las principales condiciones de financiamiento de la Mype en el sistema financiero:

Cuadro 31. Condiciones de financiamiento para la micro y pequeña empresa en el sistema financiero peruano

| | Promedio de capital requerido | % de acceso a financiamiento en el sistema financiero | Tasa de interés promedio | Producto financiero más utilizado | Requisitos de acceso a crédito | Tiempo de evaluación |
|-----------------|-------------------------------|---|--------------------------|--|---|----------------------|
| Microempresa | S/ 4 999 | 5 % | 34.41% | 77% capital de trabajo y 18% activo fijo (Cuadro 12) | Nivel de endeudamiento en el sistema financiero | *4 días |
| Pequeña empresa | S/ 48 739 | 43 % | 19.07% | 85% capital de trabajo y 26% activo fijo (Cuadro 12) | Nivel de endeudamiento en el sistema financiero | *4 días |

*Según consulta efectuada a gerentes de microfinancieras

Ahora bien, comparando estas características con las condiciones de financiamiento que ofrecen algunas plataformas que operan en México (descritas previamente), las cuales cuentan con mayor tiempo en el mercado, y Afluenta, única plataforma de financiamiento colectivo que opera en nuestro país, encontramos las siguientes diferencias:

Cuadro 32. Comparación de condiciones de financiamiento para la micro y pequeña empresa: sistema financiero vs plataformas de financiamiento colectivo

| Fuente | TEA | Comisión | Plazos de evaluación y recaudación | Criterios de evaluación |
|------------|---|---|---|---|
| Plataforma | <p>Yotepresto: Desde 8.9% hasta 38.9%. Plazo: de 6 a 36 meses.</p> <p>Pichtbull: desde 10% hasta 20%. Plazo: de 6 a 24 meses.</p> <p>El criterio de cálculo se determina individualmente de acuerdo a la evaluación del solicitante. No distingue por segmento empresarial.</p> <p>Afluenta (Perú): desde 13% a 43%, dependiendo de la calificación del cliente, lo cual se basa en el análisis de su historial crediticio. Su modelo de negocio se enfoca en la evaluación de personas naturales que requieren</p> | <p>Yotepresto y Pichtbull: Comisión calificación más alta: 2.9%</p> <p>Afluenta: 4.5% a 9%. TCEA entre 19.76% como mínimo y 72.95% como máximo.</p> | <p>Evaluación: 1 día hábil</p> <p>Recaudación: 10 a 20 días</p> | <p>Yotepresto: Tienen un sistema de "scoring" o puntos que el solicitante va acumulando con base en su perfil e historial crediticio. Entre más puntos tenga, consigue una mejor calificación y paga menos interés. Público objetivo: personas naturales/personas naturales con negocio.</p> <p>Pichtbull: Las tasas de interés se calculan de acuerdo a una calificación que obtienes, resultado de nuestro análisis de riesgo interno, así como del plazo de tu préstamo. Público objetivo: empresas, personas jurídicas o naturales.</p> <p>Afluenta: se puede solicitar desde S/ 2,000 hasta S/ 25,000 y hasta en 48 meses. Evalúan el historial crediticio del solicitanda y en virtud a ello asignan la tasa de interés aplicable al nivel de riesgo.</p> |

| | | | | |
|---------------------------|---|---|---|--|
| | financiamiento para emprendimientos u otros fines. | | | No aceptan personas con más de 60 días de atraso en su historial crediticio. |
| Sistema financiero | Microempresa: Desde 34.01% hasta 124.3% (financieras). Pequeña: Desde 19.07% hasta 72.72% (financieras) Distinción de acuerdo al segmento empresarial y nivel de riesgo del solicitante | No cobra comisiones adicionales por concepto de desembolso. | Evaluación: 4 días Recaudación: 4 días | Nivel de endeudamiento/historial crediticio |

Como vemos, en el caso de las Mype, las plataformas permiten captar capital a un costo sustancialmente menor del que ofrecen las fuentes tradicionales de financiamiento, con una diferencia de hasta 25%; además, también ofrecen acceso a capital por un monto equivalente al que requieren las Mypes en el sistema financiero (Pitchbull, por ejemplo, ofrece solicitudes de financiamiento de hasta S/. 87,85128).

No obstante, existe una diferencia respecto a los canales de pago. Las plataformas exigen que el solicitante cuente con una cuenta bancaria donde puedan depositar los fondos del financiamiento y de donde se debiten las cuotas de pago –Pitchbull, Yotepresto–; en contraste, las entidades financieras implementan diversos canales de pago a disposición de los deficitarios: agentes, cajeros, oficinas de la entidad financiera y otras entidades corresponsales. Esto constituye una variable importante a considerar, pues determina el nivel de acceso y, por tanto, los costos de “transacción” que percibirá el micro y pequeño empresario, quien, además, desconfía del uso de canales virtuales y prefiere la cercanía y contacto directo para la realización de sus operaciones, constancias de pago, entre otros movimientos importantes.

Como vemos, las fuentes tradicionales de financiamiento mantienen determinadas características que la diferencian del financiamiento colectivo a través de plataformas, en términos de costo de acceso y tiempo requerido para la obtención de capital; sin embargo, ambas alternativas coinciden en considerar al nivel de endeudamiento e historial crediticio de los solicitantes y avales – Pitchbull– como variables determinantes para acceder a financiamiento, otorgar una calificación de riesgo y definir la tasa de interés aplicable.

²⁸ Se ha considerado el equivalente en soles del monto en pesos que difunde la plataforma.

En dicho escenario, si bien la evidencia empírica nos muestra que las plataformas de financiamiento colectivo representarían una opción atractiva para el segmento Mype, frente a otras fuentes de financiamiento, en términos de costo, debemos considerar que el 95% y 57% de las micro y pequeñas empresas, respectivamente, no acceden a créditos en el sistema financiero, por lo que estas no podrían ser evaluadas adecuadamente a fin de acceder a capital a través de las plataformas. En todo caso, bajo las condiciones actuales del modelo de negocio de las plataformas, respecto al modo de evaluación del riesgo, solo las Mype que acceden al sistema financiero podrían verse beneficiadas.

No obstante, el desarrollo de las plataformas de financiamiento colectivo reflejará un beneficio indirecto para el segmento Mype no bancarizado producto de un incremento en la competencia. Al respecto, diversos expertos concluyen que el acceso de plataformas de financiamiento colectivo permitirá una mayor competencia y por tanto una reducción de las tasas de interés; sin embargo, para garantizar una adecuada competencia por el ingreso y continuidad de estos modelos de negocio, es necesario que la regulación sea adecuada y no constituya una barrera de entrada y crecimiento al sector:

| Nombre y fuente | Comentario |
|--|---|
| Alberto Morisaki, gerente de Estudios Económicos de Asbanc. Recuperado de: https://gestion.pe/economia/tas-as-interes-bajar-ian-mayor-competencia-entidades-financieras-fintechs-237663 | " Mientras más entidades financieras aparezcan y den productos tanto de financiamiento a empresas y personas, la competencia te lleva a la disminución de tasas de interés y al final el beneficiado es el consumidor" "Lo importante es que estas nuevas empresas que aparezcan tengan regulación adecuada y que no generen un problema sistémico a un mercado financiero que ha venido desarrollándose de una manera adecuada. Hay que ver los riesgos que pueden tener" |
| Presidente del Banco Central de Reserva (BCR), <u>Julio Velarde</u> , ante la Comisión de Economía sobre la política monetaria. Recuperado de: https://rpp.pe/economia/economia/julio-velarde-se-necesita- | "Lo cierto es que lo que va a favorecer (a que hayan menores tasas) es la competencia, y es competencia en lo que uno se debe enfocar (...) la competencia en este sector se puede incrementar vía el |

| | |
|---|--|
| <u>mayor-competencia-bancaria-ante-altas-tasas-de-interes-noticia-1088803</u> | <i>mercado de capitales y la tecnología financiera (Fintech)</i> |
|---|--|

Entonces, la pregunta surge: ¿cómo regulamos a las plataformas de financiamiento? ¿Cómo genero incentivos en las plataformas para orientar sus modelos de negocio al segmento Mype?

En el siguiente capítulo plantearemos las propuestas que permitan sustentar porqué es necesario un esquema regulatorio especial para el logro de estos objetivos.

5. Factores clave para el desarrollo de un ecosistema de crowdfunding de valores en el Perú

5.1. Nivel de desarrollo del ecosistema en el Perú

Según una reciente publicación sobre las mejoras prácticas internacionales para el desarrollo de los ecosistemas de *crowdfunding*, este evoluciona a través de cuatro fases (Crowdfunding México, 2016, pp 4, 6-10)²⁹:

- (i) Pre-lanzamiento: cuando el país necesita del mecanismo de financiamiento, pero existen obstáculos por aspectos regulatorios, habilidades de emprendimiento, entre otros.
- (ii) Experimentación: algunos emprendedores impulsan modelos de *crowdfunding* de recompensas (reward-based crowdfunding) cuando ésta no se encuentra regulada. Esta fase permitiría que los reguladores adopten un esquema equilibrado de regulación de estas actividades.
- (iii) Lanzamiento: cuando todas las formas de *crowdfunding* se encuentran autorizadas. Las políticas permiten tipos de *crowdfunding* más sofisticados.

²⁹ Según dicha publicación, existen algunos modelos de negocio que deberían evolucionar de forma simultánea al desarrollo del crowdfunding: (i) plataformas para inversionistas acreditados y no acreditados; (ii) broke dealers; (iii) servicios de red de crowdfunding con tecnología ángel; (iv) análisis de datos integrados; (v) firmas contables; (vi) escrow, fideicomisos, títulos y servicios de transferencia para crowdfunding; (v) facilitación de ofertas móviles o transacciones; (vi) transferencias internacionales de dinero; (vii) oportunidades/espacios blanco; (viii) servicios de detección de fraude; (ix) ciberseguridad; (x) servicios regulatorios de cumplimiento; y, (xi) servicios de análisis de datos. Respecto a los instrumentos para la relación con el inversor: (i) servicios para los derechos de los accionistas; (ii) gestión/marketing de servicios de campaña; (iii) servicios enfocados a la aceleración e incubación; (iv) medios de comunicación; (v) seguros; (vi) mercados secundarios; y, (vii) procesos de negocios y la facilitación de servicios.

Los participantes involucrados en el ecosistema se enfocan en construir este mercado y adoptar mejores prácticas que generen casos de éxito.

- (iv) Escalamiento: las tasas de crecimiento del mercado se aceleran, debido a los casos de éxito, creación de confianza e incremento de las empresas que construyen esta infraestructura.

En nuestro país existen algunas plataformas que operan en las modalidades de donación y recompensa, y otras (pocas) que utilizan el esquema de financiamiento colectivo (sin captación directa de fondos); sin embargo, los esquemas de financiamiento mediante la emisión de valores aún no se han desarrollado. Esto nos permite concluir que nuestro país se encuentra en un nivel incipiente de desarrollo o en una fase de “experimentación” respecto al financiamiento colectivo de valores.

En dicho contexto, y considerando la información desarrollada previamente, podemos identificar algunas fortalezas, debilidades, amenazas y oportunidades que presentan las plataformas de financiamiento colectivo. Así, podremos diseñar las estrategias a implementar para superar las amenazas y aprovechar las debilidades de dicho modelo.

| MATRIZ DAFO: PLATAFORMAS DE FINANCIAMIENTO COLECTIVO COMO MECANISMO DE FINANCIAMIENTO PARA MYPE EN EL PERÚ | | |
|---|---|---|
| | <p>Fortalezas:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Financiamiento a menor costo. 2. Posibilidad de generar “score” y mejor reputación digital. Se asigna una calificación de acuerdo a su comportamiento de pago en el sistema. 3. Fácil acceso a través de Internet. 4. Mayor margen de rentabilidad para inversionistas potenciales. 5. Fomenta mayor información sobre la capacidad de inversión y la capacidad de pago del inversionista y el solicitante (Mype). | <p>Debilidades:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Tiempo de recaudación mayor al ofrecido por entidades financieras. 2. Requiere información historial crediticio. 3. Bajo nivel de contacto con el solicitante micro o pequeño empresario. 4. Limitada información sobre capacidad de pago y perfil de riesgo de la Mype. 5. El no contar con una cuenta bancaria limita la posibilidad de acceso. |

| | | |
|---|---|--|
| <p>Oportunidades:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Posibilidad de lograr escalabilidad a través de la diversificación del riesgo entre diversos inversionistas a nivel global. 2. Inversionistas interesados con diferentes perfiles de riesgo (moderado, conservador, alto riesgo). 3. Terceros interesados en facilitar el acceso de financiamiento para el segmento Mype. 4. Atender el financiamiento del segmento Mype no bancarizado. | <p>FO:</p> <ul style="list-style-type: none"> -Promover el potencial de escalabilidad de este mecanismo de financiamiento aprovechando sus beneficios de mayor rentabilidad. -Generación de portafolios de acuerdo al nivel de riesgo del inversionista (bajo, moderado, alto), aprovechando la información disponible sobre su capacidad de inversión. -Incluir al segmento Mype no bancarizado aprovechando las ventajas y beneficios que ofrecen las plataformas de financiamiento colectivo para desarrollar un historial crediticio. | <p>DO:</p> <ul style="list-style-type: none"> -El acceso de diversos perfiles de inversionistas, del país y del exterior, permitirá reducir el tiempo de recaudación. -La creación de diversos perfiles de inversionistas a través de la generación de un historial crediticio del solicitante por el uso de la plataforma. -Propiciar la incorporación de terceros interesados en mejorar el acceso de financiamiento del sector Mype aprovechando la participación más activa de la plataforma. -Propiciar el acceso de financiamiento del segmento Mype no bancarizado aprovechando que las entidades financieras buscan ampliar su participación en el mercado con la apertura de cuentas de ahorro o cuentas sueldo. |
| <p>Amenazas:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Riesgo de lavado de activos 2. Desconfianza de los solicitantes respecto de operaciones por Internet. 3. Bajo grado de penetración y uso de Internet por parte de la micro y pequeña empresa. | <p>FA:</p> <ul style="list-style-type: none"> -El riesgo lavado de activos podrá controlarse debido a que el mecanismo permite obtener información sobre los volúmenes de inversión y capacidad de pago de los clientes. -La desconfianza de los solicitantes en operaciones por Internet podrá superarse si se difunden las ventajas de acceder a dicho mecanismo, tales como la posibilidad de generar una reputación digital, menores costos de financiamiento, entre otros. | <p>DA:</p> <ul style="list-style-type: none"> -La desconfianza de los inversionistas pueden reducirse si mejoramos los niveles de información respecto de los solicitantes, su capacidad de pago y perfil de riesgo. -Los riesgos de lavado de activos pueden reducirse si se incentiva la bancarización a fin de invertir en estos mecanismos de financiamiento. Así, se contaría con mayor información sobre los movimientos de los inversionistas. |

De la información expuesta, encontramos que las plataformas de financiamiento colectivo permiten incrementar el nivel de bancarización del segmento Mype y lograr mayor disponibilidad de información para prevenir supuestos de lavado de activos; además, propicia la reducción progresiva de los tiempos de recaudación debido a su el alto potencial de escalabilidad.

5.2. Nivel de desarrollo en el Perú y otros países de América Latina

Respecto al desarrollo del ecosistema a nivel de Latinoamérica, el estudio publicado por el BID y Finovista nos revela información clave: (i) el 60% de emprendimientos Fintech (entre los que se encuentra el crowdfunding) de la región tiene menos de 3 años de vida, lo que nos permite advertir que este tipo de esquemas requieren madurar y crecer para ser sostenibles; y, (ii) “una de cada cuatro Fintech operan como plataformas alternativas de financiamiento, ofreciendo préstamos directos y colaborativos (crowdfunding)” (Yañez O., 2018).

Según el GEM (2016 y 2017), a nivel de Latinoamérica, Colombia y Perú son los países que más se asemeja al Perú en relación a la tasa de actividad emprendedora (con una diferencia de 2.3% y 0.9%). Respecto al grado de innovación, solo Colombia mantiene resultados semejantes a nuestro país, con una diferencia de solo 1.6 %; sin embargo, Chile nos supera ampliamente al registrar el 57% de grado de innovación frente al 14.9% del Perú.

Respecto al desarrollo en América Latina, se evidencia que el 25,6% de las Fintech son plataformas de financiamiento alternativo, lo que equivale a un total de 180 proyectos; además, en su mayoría, estas plataformas se encuentran en países como México (59) y Brasil (46) que cuentan con un ecosistema de *crowdfunding* mucho más desarrollado. A su vez, el total de las plataformas de financiamiento se clasifican en tres tipos: (i) préstamos, con 98 empresas (54,4%); (ii) financiamiento colectivo, con 65 empresas (36,1%); y, (iii) financiamiento de facturas, con 17 empresas (9,4%) (BID, 2017).

Asimismo, solo el 2.3% de las Fintech (16) de América Latina se encuentran en el Perú, lo que evidencia un desarrollo incipiente de las innovaciones tecnológicas en nuestro país, en contraste con otros países de la región: (i) Brasil, con 230 Fintech (32,27 %); (ii) México, con 180 Fintech (25,6%); (iii) Colombia, con 84 Fintech (11,9%); (iv) Argentina, 10,2%; y, (v) Chile, 9,2% (BID y Finovista, 2017, p. 15).

5.3. Otros factores a considerar

El *Balanced stakeholder framework*³⁰ (Crowdfund Capital Advisors, 2015, p.2) describe las necesidades de los actores involucrados en el desarrollo del ecosistema de *crowdfunding*, los cuales deben tomarse en cuenta para impulsar un ecosistema equilibrado:

- (i) Protección de inversionistas: se requiere un nivel de transparencia adecuado que le proporcione la información necesaria para tomar su decisión de inversión. Su adecuado diseño permitirá que el *crowdfunding* proporcione mayor información a los inversionistas, pues esta se encontrará en una base de datos en línea.
- (ii) Capital para el negocio: las regulaciones y procesos de acceso al financiamiento vía *crowdfunding* no deben ser costosas o difíciles, pues esto limitará el logro del objetivo de brindar acceso a capital a las Pymes y emprendedores.
- (iii) Transparencia para el regulador: el uso de la tecnología para la realización de operaciones de *crowdfunding*, permite que el regulador tenga mayor acceso a información y que sea utilizada para una eficiente toma de decisiones sobre la mejora de algunas prácticas.
- (iv) Viabilidad de la industria: se debe promover que las plataformas de *crowdfunding* sean autosustentables.

Los factores antes expuestos deben ser considerados para un adecuado fomento e impulso del ecosistema de *crowdfunding*, especialmente en nuestro país en donde su desarrollo es incipiente.

6. Demanda y oferta potencial

Para determinar la existencia de oferta y demanda potencial en nuestro país, se realizaron 16 encuestas personas naturales, entre julio y agosto de 2018, solicitando información sobre su capacidad de inversión y su interés en invertir a

³⁰ Diagrama diseñado por el Crowdfund Capital Advisors para colaborar con los diversos agentes involucrados en la industria, reguladores y empresas, y de este modo lograr un balance entre las necesidades de cada grupo dentro del ecosistema de crowdfunding con el fin de promover el desarrollo de este mecanismo de financiamiento alternativo para las empresas y emprendimientos.

través de plataformas de financiamiento colectivo, evidenciándose los siguientes resultados relevantes:

- a) el 100% de los encuestados afirmó que le interesa obtener mayor rentabilidad por sus ahorros;
- b) 43.8% de los encuestados indicó haber escuchado antes de las plataformas de financiamiento colectivo o crowdfunding;
- c) ante la pregunta ¿invertiría sus ahorros en créditos a micro y pequeñas empresas, previamente evaluadas por una plataforma, a cambio de un retorno de inversión superior de lo que ofrecen los bancos?, 62.5% respondió afirmativamente y 37.5% que respondió que no;
- d) del total que respondió de forma negativa a la pregunta anterior, 33.3% manifestó que no quiere arriesgarse, 16.7% que requiere mayor información, y otro 16.75 que no encuentra garantías en el esquema;
- e) del total que indicó que sí optarían por este mecanismo de inversión, 30.8% respondió que invertiría entre S/ 100 a S/ 30, 15.4% invertiría entre S/ 301 a S/ 600, 7.7% entre S/ 601 a S/ 1000, 7.7% de S/ 1001 a S/ 3000, y 23.1% indicó que invertiría más de S/ 3000 (este grupo contaba con un rango de ingreso mensual de S/ 2000 a S/ 7000);
- f) el 83.3% de los encuestados afirmó que le interesaría un plazo de retorno de 12 meses y el 16.7% un plazo de hasta 24 meses.

Por otro lado, respecto del financiamiento de emprendimientos, se encontraron los siguientes resultados: a) ante la pregunta, ¿Le interesaría financiar emprendimientos, previamente evaluados por una plataforma, donde el retorno de su inversión dependerá del éxito del negocio?, 75% respondió afirmativamente y 25% de forma negativa; b) respecto de los factores que determinarían la decisión de inversión, 38.5% afirmó que dependería del nivel de riesgo de retorno, 38.5% de la rentabilidad ofrecida, 15.4% indicó que dependía del nivel de innovación del emprendimiento, 15.4% manifestó que le interesaría participar como accionista, 7.7% que le importa el plazo de retorno de la inversión, y 7.7% que no tiene interés en ninguno de los factores.

Por otro lado, diversas opiniones de especialistas y gestores de plataformas en el exterior validan la existencia de un mercado potencial para las plataformas de

financiamiento, tanto en el esquema *equity* como *lending*, resaltando fortalezas y oportunidades de mejora en dicho modelo de negocio:

| OPINIÓN DE EXPERTOS | | |
|---|---|--|
| SEGMENTO | OPINIÓN | FUENTE DE INFORMACIÓN |
| ESPECIALISTAS | | |
| Diego Herrera, especialista senior de Mercados Financieros del BID | <p>“Nuestra institución, junto a las universidades de Cambridge y Chicago, llevaron a cabo el estudio “Hitting Stride” en el 2017. Encontramos que, solo en lo que respecta a préstamos dirigidos a Mipymes (micro y medianas empresas), el Perú generó US\$9,9 millones el año pasado”</p> <p>Es un indicio claro sobre el inmenso potencial que tienen las plataformas digitales en nuestro mercado, “en donde las fintech pueden complementar a la industria tradicional de servicios financieros”.</p> | <p>https://elcomercio.pe/economia/dia-1/soluciones-electronicas-explosion-fintech-noticia-498273 Febrero 2018</p> |
| PLATAFORMAS | | |
| Carlos Ferreyros, Gerente General de Prestamype. | <p>“Hay una enorme brecha de inclusión financiera que las fintech pueden cubrir, debido a que todavía un 70% de la población peruana no está bancarizada.</p> <p>Prestamype ha colocado S/4,5 millones en préstamos el 2017, y para este año prevén alcanzar los S/20 millones, además de integrar servicios adicionales a los que ahora dan.</p> <p>De acuerdo a Ferreyros, entre las cuatro grandes fintech de préstamos que operan en el Perú (Afluenta, Andy, Independencia y Prestamype) han colocado S/27 millones la temporada pasada, a través de 13 mil créditos a personas y empresas”.</p> | <p>https://elcomercio.pe/economia/dia-1/soluciones-electronicas-explosion-fintech-noticia-498273 Febrero 2018</p> |
| Plataforma Ourcrowd | <p>“Lo que busca en una startup es que esté formado por un equipo consolidado, sea un proyecto que</p> | <p>https://gestion.pe/tecnologia/startup-ourcrowd-plataforma-</p> |

| | | |
|--|---|---|
| | <p>apunte a un gran mercado, que emplee nuevas tecnologías y que cuente con algún respaldo financiero, entre otros”.</p> <p>“OurCrowd ha creado desde su fundación en el 2013 unas 120 empresas y cuenta con al menos 20,000 inversores acreditados”.</p> | <p>busca-financiar-proyectos-peru-israel-150036 noviembre 2017</p> |
| <p>PITCHBULL Lupita Ángel Directora General</p> | <p>“PitchBull, una plataforma de financiamiento de persona a persona, que conecta a inversionistas con propietarios de pequeñas y medianas empresas que requieren fondos para hacer crecer sus negocios.</p> <p>PitchBull llegó a México en 2013 y durante 2 años desarrollaron la plataforma. En junio de 2015, cuando ya había decidido cambiar a su actual enfoque de apoyo a pequeñas y medianas empresas, otorgaron su primer crédito. Lo más difícil para esta compañía ha sido el tema de la confianza. Afortunadamente, ahorita estamos ya en otra posición y podemos ver en retrospectiva y podemos decir ‘mira, lo pasamos y lo pasamos bien’, pero en ese momento fue una época de verdadera crisis porque, por un lado, las Pymes no saben si tratar contigo o no porque te van a compartir sus estados financieros, sus declaraciones de impuestos, sus estados de cuenta bancarios; hay desconfianza.</p> <p>La desconfianza también la sentían los fondeadores, pero esto se solucionó en buena medida a través de la creación de la Asociación de Plataformas de Fondeo Colectivo (Afico), que se creó con el fin de dar una estructura a la industria y de velar por las mejores prácticas. Dan su aval de que esta empresa está haciendo las cosas bien y nosotros fuimos la primera plataforma que fue acreditada por Afico; entonces, eso nos ayudó</p> | <p>https://www.entrepreneur.com/article/313005 Mayo</p> |

| | | |
|--|--|--|
| | muchísimo. Ahora la gente pueda hablar a Afico y ellos dan referencias nuestras y es un ente tercero, no es PitchBull hablando de PitchBull” | |
|--|--|--|

7. Conclusiones

- La creación de un ecosistema financiero alternativo requiere equilibrar: a) la facilidad de uso para las Mypes; b) oportunidad para que la industria del crowdfunding tenga éxito; c) transparencia para el regulador; d) protección para los inversores.
- En el caso de las microempresas, su naturaleza, características y necesidades de financiamiento demandan una oferta de financiamiento sencilla, práctica y con costos mínimos, pues no cuentan con la experiencia y los recursos económicos para enfrentar procedimientos complejos de las fuentes tradicionales de financiamiento. Esta hipótesis se corrobora con lo descrito previamente, donde se concluye que el segmento Mype desiste de obtener un financiamiento, principalmente, por el tiempo que le toma acceder a él por los requisitos y garantías solicitadas; lo que, en términos de costo de oportunidad, genera una percepción negativa de parte de estos empresarios y dificulta su interés en acceder a estas fuentes. Si las plataformas de financiamiento no ofrecen condiciones más beneficiosas, no solo en términos de costo sino también en términos de simplificación de procesos, no obtendrá la demanda deseada de este sector prioritario.
- Considerando lo anterior, el segmento objetivo de la Mype y emprendimientos de nuestro país requiere, principalmente, lo siguiente de las plataformas de financiamiento: a) simplicidad en términos de información; b) bajos costos; c) acceso rápido al capital; y, d) confianza.
- De otro lado, para que ello se logre, es necesario fomentar el interés de los inversionistas minoristas, pues de lo contrario los costos de acceso se incrementarán y los promotores perderán la confianza en esta fuente de financiamiento. Para fomentar su interés, de acuerdo a la información recogida en el capítulo previo, se requiere garantizar lo siguiente: a) adecuada información sobre los promotores; b) promover la escalabilidad de la economía colaborativa a través de Internet; c) fácil acceso a una multitud de

potenciales inversionistas (para estos dos puntos, debe prestarse atención en no inhibir las transacciones transfronterizas) por lo que no debería limitarse la inversión solo a personas domiciliadas en el país (como ocurre en países como México, por ejemplo); d) simplicidad de información para los inversionistas potenciales.

- La información expuesta previamente resulta sumamente relevante pues nos permite conocer la importancia de promover una labor conjunta entre el regulador, la industria, y otros actores clave en el desarrollo del ecosistema de *crowdfunding* de valores que logre el objetivo de reducción de la brecha de acceso a financiamiento en el segmento Mype; de lo contrario, se replicarán las experiencias de otros países de la región, donde los agentes clave (plataformas) no cuentan con suficientes incentivos para fomentar la inclusión de las micro y pequeñas empresas y los reguladores acceden a información suficiente que les permita evaluar el impacto en la implementación del nuevo esquema de financiamiento (etapa fundamental en el ciclo de cualquier política pública que busque generar valor).
- Considerando las necesidades y especiales condiciones de la microempresa de subsistencia, esta no obtendría demanda potencial en un mercado de financiamiento colectivo, por lo que las políticas de fomento de su productividad tendrían que enfocarse en mejorar sus condiciones básicas: formalización, capacidad de crecimiento, aspectos de gestión, innovación, entre otros.
- El segmento de la microempresa de desarrollo (con ventas superiores a las 13 UIT) sí podría contar con demanda potencial en un mercado de *crowdfunding* de préstamo al mantener flujos que le permitan asumir el costo de eventuales cuotas por el préstamo obtenido; sin embargo, su capacidad de endeudamiento (incluso en este esquema de mayor aceptación al riesgo) sería limitado y dependerá del volumen de sus ventas, aspectos que serían valorados por los inversionistas (si esta información es difundida por las plataformas) para atender sus demandas de capital.
- Las microempresas de desarrollo tendrían incentivos para acceder al *crowdfunding* de préstamo para la obtención de capital de trabajo dependiendo de los siguientes factores: (i) costos de acceso a la plataforma (valor de la comisión, costos de oportunidad, costos por preparación de información, entre otros requisitos requeridos), lo cual está directamente relacionado a las condiciones o los productos que ésta le ofrezca; (ii) tiempo

promedio que tome la captación del objetivo de financiamiento desde la plataforma de financiamiento colectivo. Si el tiempo promedio no es muy largo, este modelo satisface sus necesidades de capital para la adquisición de activos fijos, como hemos visto en el desarrollo previo; por el contrario, la microempresa de desarrollo no tendría incentivos para acceder a este financiamiento en caso requiera atender sus necesidades inmediatas de liquidez, pues para esto los créditos en el sistema financiero serían los más idóneos debido al tiempo promedio para su obtención.

- La oferta potencial de plataformas de *equity* crowdfunding se enfoca básicamente en emprendimientos en etapas tempranas de desarrollo y con potencial innovador, donde la alta necesidad de capital y restricciones a otras fuentes de financiamiento –por la falta de flujos de caja– incentivan a los promotores a buscar socios que participen del negocio mediante aportes de capital. Por tanto, los emprendimientos tendrían mayores incentivos de utilizar el esquema de financiamiento de *equity*.
- El segmento de la pequeña empresa y microempresa de desarrollo, básicamente conformado por personas naturales y empresas familiares, no cuenta con incentivos suficientes para buscar nuevos socios que participen de la gestión de sus negocios; por lo tanto, la oferta potencial del esquema *equity* por parte de dichas empresas sería reducida o inexistente.
- Las microempresas de acumulación y las pequeñas empresas no cuentan con incentivos para buscar nuevos socios o terceros que participen en la actividad económica que ya tienen en marcha.
- De acuerdo a lo expuesto, el *equity crowdfunding* estaría enfocado en atender las demandas del segmento de emprendedores e iniciativas innovadoras de negocio, quienes requieren altas sumas de capital para iniciar la producción de sus productos o servicios y, por tanto, sí tienen incentivos para buscar socios. En ese sentido, el esquema de *equity* sería ideal para financiamientos emprendimientos o iniciativas innovadoras de negocio.
- De acuerdo a la Encuesta Nacional de Demanda de Servicios Financieros y Nivel de Cultura Financiera en el Perú, solo el 18% mantiene sus ahorros dentro del sistema financiero (68% tienen ahorros fuera del sistema financiero y 15% manifiesta haber ahorrado fuera y dentro del sistema). En ese sentido, existe una demanda potencial de inversionistas que pueden apostar por el *crowdfunding* financiero como alternativa de inversión; sin embargo, para esto

será necesario propiciar la confianza del público y generar mayores mecanismos de educación financiera (SBS, 2016).

- La experiencia internacional nos muestra que resulta primordial promover la colaboración de los actores clave en el desarrollo del ecosistema de crowdfunding: instituciones financieras, inversionistas, socios estratégicos, entidades reguladoras.
- La promoción del crecimiento y formación de un ecosistema de *crowdfunding* propiciará que esta industria busque implementar tecnologías innovadoras para ganar mayor participación en el mercado y, en ese sentido, mejore las condiciones de la oferta en beneficio de los promotores e inversionistas.
- El Estado tiene un rol fundamental para fomentar el desarrollo y crecimiento adecuado del sector fintech, mediante el diseño de estrategias que permitan maximizar los beneficios del crowdfunding y a la vez proteja a los inversionistas y promotores reduciendo el riesgo para ambos actores (BID, 2017, p. 5); además, considerando que todo cambio para generar valor público y mejorar la calidad de vida de un segmento de la población debe fomentar tres aspectos básicos: (i) equidad; (ii) productividad; (iii) sostenibilidad.
- **El crowdfunding de valores en el modelo *equity* no sería viable para el segmento de la microempresa:** (a) Respecto a la oferta potencial, de acuerdo a la experiencia comparada (Pitchbull en México), el volumen mínimo de capital para acceder a esta fuente de financiamiento asciende a más de S/ 11 420.00, monto que supera el volumen de ventas máximo de una microempresa en nuestro país S/ 622 500,00; (b) Respecto a la demanda, las necesidades de financiamiento de la microempresa, en promedio, equivalen a S/. 4 999, según información de la SBS.
- **El crowdfunding de valores en el modelo *equity* sería viable para el segmento de emprendimientos con alto grado de innovación.**
- **El *crowdlending* sería viable para el segmento de la micro y pequeña empresa:** considerando los volúmenes de negociación promedio en la experiencia comparada (financiamiento por un mínimo de S/ 11 420.00 y máximo de S/ 52 710.00) y necesidades de capital de dichos segmentos (S/ 4 999 y S/ 48 739, respectivamente), este sería el esquema ideal para la microempresa por lo que sí existiría oferta.
- Es necesario fomentar la confianza de los inversionistas potenciales y las Mypes en las plataformas de financiamiento colectivo, a través de diversos

mecanismos. En México, por ejemplo, esto se impulsó a través de la creación de una Asociación de Plataformas.

- Las plataformas no enfocan sus modelos de negocio en atender, principalmente, las necesidades de financiamiento de la micro o pequeña empresa, ni en la participación de microinversionistas (que conformarían el crowd).
- Resulta necesario fomentar la educación e información sobre las plataformas de financiamiento colectivo.
- De la información evaluada, se pueden arribar a las siguientes conclusiones respecto de las necesidades, incentivos y desincentivos del segmento Mype en nuestro país:

Oferta potencial: Necesidades, incentivos y desincentivos de la Mype para financiarse a través del crowdfunding financiero

| Crowdlending | | | |
|------------------------|--|---|---|
| | Necesidades | Incentivos | Desincentivos |
| Emprendedores | -Acceso a financiamiento. | -Acceso a capital a menor costo. | Falta de flujos de caja y/o capacidad de pago de cuotas. |
| Microempresas | -Financiamiento a menor costo. -Rapidez de acceso a capital. -Confianza en la entidad. | -Menor costo de financiamiento. -Potencial de crecimiento. | -Desconfianza. -Bajo nivel de bancarización. -Información deficiente. |
| Pequeña empresa | -Financiamiento a menor costo. -Rapidez de acceso a capital. -Confianza en la entidad. | -Menor costo de financiamiento. -Potencial de crecimiento | -Desconfianza. -Nivel de reputación de la plataforma. -Tiempo de recaudación. |

Demanda potencial: Incentivos y desincentivos de inversionistas potenciales (personas naturales) para financiar Mypes mediante crowdlending

| Segmento financiado | Incentivos | Desincentivos |
|----------------------------|--|---|
| Emprendimientos | -Grado de innovación del proyecto. | -Falta de flujos de caja y/o capacidad de pago de cuotas. -Inversión de alto riesgo. |
| Microempresas | -Mayor retorno de inversión de lo que ofrecen otras fuentes tradicionales (entidades financieras). | -Información deficiente sobre el esquema de financiamiento. -Nivel de riesgo de retorno. |

| | | |
|------------------------|--|--|
| | -Plazo de financiamiento equivalente a depósitos a plazo fijo. | |
| Pequeña empresa | -Mayor retorno de inversión de lo que ofrecen otras fuentes tradicionales (entidades financieras). -Plazo de financiamiento equivalente a depósitos a plazo fijo. | -Información deficiente sobre el esquema de financiamiento. -Nivel de riesgo de retorno |

Incentivos y desincentivos del segmento Mype para financiarse a través del equity crowdfunding

| | Incentivos | Desincentivos |
|--|--|--|
| Emprendedores con ideas innovadoras | -Incorporar socios y accionistas que participen en el riesgo de desarrollo del proyecto. | -Tiempo de recaudación |
| Microempresas de acumulación | Ninguno | Las necesidades de capital son menores a las requeridas como montos mínimos en este esquema de financiamiento |
| Pequeña empresa | Ninguno | No tienen interés en incorporar socios que participen en la gestión de sus negocios. Desean mantener el control. |

CAPÍTULO IV

MARCO REGULATORIO PARA IMPULSAR EL CROWDFUNDING DE VALORES COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LA MYPE EN EL PERÚ

En el presente capítulo se explorarán las diversas tendencias regulatorias del *crowdfunding* a nivel internacional, con especial énfasis en la experiencia del Reino Unido.

Finalmente, se plantearán las diversas condiciones y aspectos a tomar en cuenta para adoptar una opción regulatoria en nuestro país, así como la necesidad de implementar un esquema regulatorio que incentive el desarrollo progresivo de un ecosistema de *crowdfunding* financiero y promueva un equilibrio entre la protección del inversionista –propósito fundamental de la regulación– y la función económica del mercado de valores como medio de inserción de capital para los agentes deficitarios.

1. Razones para el diseño de un marco regulatorio especial

Como advertimos en el capítulo anterior, el desarrollo de un ecosistema de *crowdfunding* de valores resulta necesario para el éxito de dicho mecanismo de financiamiento. Sin embargo, es importante que dicho desarrollo vaya acompañado de los incentivos adecuados para propiciar el éxito del nuevo producto y, a su vez, se brinde una protección adecuada a los potenciales inversionistas.

Para lograr dicho objetivo, es fundamental reconocer las principales diferencias entre el *crowdfunding* valores y el esquema tradicional de oferta pública (ver Cuadro N° 40), pues un escenario con características distintas requiere la aplicación de un marco regulatorio diferenciado. Así, las características y condiciones antes expuestas nos permitirán identificar las bases de un esquema regulatorio que se adapte a la

naturaleza del financiamiento colectivo y que permita cumplir los propósitos más importantes de todo esquema de regulación del mercado de valores: preservar su eficiencia, brindar una adecuada protección al inversionista y reducir el riesgo sistémico; sin dejar de lado la función económica del mercado de valores.

Por tal motivo, la necesidad de autorizar y evaluar un modelo regulatorio ideal para el *crowdfunding* de valores, presupone desarrollar los fundamentos y el alcance de dos intereses en juego: la protección del inversionista, y la necesidad de fomentar nuevas alternativas de inserción de capital para los agentes deficitarios –en particular, para la micro y pequeña empresa– como función económica del mercado de capitales.

Delimitando el contenido e importancia de ambos intereses, podremos determinar si un esquema especial de regulación resulta viable atendiendo a los eventuales costos –incluyendo los riesgos potenciales– y beneficios de su implementación.

1.1. Importancia del Mercado de Valores para reducir la brecha de financiamiento de la micro y pequeña empresa en el Perú

El mercado de capitales tiene una función económica fundamental en la provisión de recursos de las unidades económicas superavitarias hacia los agentes deficitarios³¹. Sin embargo, el efectivo cumplimiento de esta función requiere de algunas condiciones mínimas que deben promoverse en el mercado.

Algunos autores consideran que el cumplimiento eficiente de dicha función depende de ciertas condiciones del mercado y de sus participantes, tales como: (i) la profundidad, entendiendo como tal a la existencia de oferta y demanda en base a la cantidad de vendedores y compradores de un valor; (ii) amplitud, es decir “volumen suficiente de órdenes para diferentes niveles de precios”; (iii) flexibilidad, “para reaccionar con nuevas órdenes ante cambios, incluso reducidos, en los precios”; (iv) transparencia, pues “todos los partícipes han de disponer de información suficiente”;

³¹ De este modo, se destaca el triple rol de dicho mercado para: (i) determinación del rendimiento y distribución de recursos; (ii) mecanismo de liquidez; y, (iii) reducción de costos de transacción.

(v) competencia, pues “el precio ha de ser independiente del comportamiento particular de cada uno de los oferentes o demandantes” (Paolantonio, 2010, p. 263)³².

En esta misma línea, en base a la teoría de los mercados eficientes, se afirma que “cuanto más eficiente sea un mercado de valores, mayor será su nivel de integridad y mayor la confianza de los partícipes en el mismo” (Aliaga Farfán & Tejada, 2004, p. 43). De este modo, los reguladores centran su atención en propiciar las siguientes condiciones esenciales para un mercado eficiente:

- (a) Libertad: sin barreras de entrada o salida para sus participantes.
- (b) Transparencia del mercado: información relevante disponible para los inversionistas.
- (c) Profundidad: número suficiente de inversionistas de modo que ninguno ejerza una influencia significativa sobre el precio.
- (d) Flexibilidad: posibilidad de reacción inmediata para generar nuevas órdenes de compra y venta.

Respecto a lo expuesto, en términos prácticos, podemos identificar que de todas las condiciones descritas, la profundidad y competencia en el mercado de valores constituyen elementos sustanciales³³, no solo porque permiten preservar la confianza en sus participantes, sino también porque propician una reducción de la brecha de financiamiento y promueven la inclusión financiera; lo cual tiene un impacto positivo directo en el crecimiento económico de nuestro país (Secretaría General de Felaban, 2016, pp. 7-9)³⁴. En el caso del elemento de transparencia, trataremos el tema a

³² El referido autor también precisa que “la existencia de un mercado de capitales que cumpla la función que se le asigna en la teoría económica, no depende puramente de un marco regulatorio, y las normas –aún cuando desde el punto de vista técnico fueren irreprochables– no son susceptibles de construir por sí la realidad económica de un mercado”.

³³ Cabe acotar que no se pretende desconocer la importancia de los elementos de libertad y flexibilidad para el adecuado funcionamiento del mercado; sin embargo, estos aspectos contribuyen de forma indirecta a la explicación del objetivo antes mencionado, por lo que no serán desarrollados de forma exhaustiva en el presente trabajo y se asumirá que el estado actual de su tratamiento regulatorio resulta idóneo.

³⁴ En la referida publicación se hace referencia a los estudios de diversos autores para explicar la relación entre inclusión financiera y crecimiento económico. Así, se menciona el trabajo de King y Levine (1993) que “muestra con evidencia empírica que la profundización financiera tiene un impacto positivo en el crecimiento”; el trabajo de Levine (2005) quien “afirma que los sistemas financieros influyen en el crecimiento facilitando la información y los costos de transacción y de ese modo mejorar la adquisición de información sobre empresas, gobierno corporativo, gestión de riesgos, la movilización de recursos, y los intercambios financieros; y, finalmente, el enfoque de Norris, Ji, Tonwsed, Unsal (2015) donde “se muestra con varias simulaciones de orden macroeconómico como la mayor inclusión financiera acompañada de políticas estructurales da como resultado mayores ganancias en PIB y el crecimiento de mediano plazo”.

detalle al desarrollar el interés de protección al inversionista, pues constituye el pilar fundamental que justifica la existencia de dicho principio.

Pese a la importancia de la profundidad y competencia en el mercado de capitales, la realidad nos muestra que, si bien nuestro mercado ha registrado un crecimiento importante en los últimos años, así como avances en el impulso al financiamiento alternativo frente al tradicional (con el desarrollo del MAV, pese a las críticas y comentarios existentes), aún tenemos brechas en relación a su profundidad y niveles de acceso. Al respecto, basta mencionar los resultados del análisis realizado por el *World Bank Group*, el cual refleja que nuestro mercado es pequeño en comparación con otros países de la región (Comisión Multisectorial de Inclusión Financiera, 2015, p. 6):

Cuadro N° 32. Principales características de los Mercados Financieros

| Mercado de capitales | | | | |
|--------------------------------|--|--|--------------------|--|
| | Capitalización bursátil de los mercados de valores + stock de deuda privada (% de FBI) | Capitalización bursátil de los mercados de valores sin contar las 10 empresas top (% del total de cap) | Ratio Turnover (%) | Volatilidad del precio de las acciones (%) |
| Chile | 15.5 | 3.3 | 0.0 | 0.3 |
| Colombia | 7.7 | 2.9 | 5 | 0.2 |
| México | 1.7 | 5.0 | 0.2 | 5.2 |
| Perú | 6.2 | 6.1 | 3 | 2.4 |
| Ingresos medios altos | 2.0 | 6.9 | 0 | 3.6 |
| Latinoamerica (mediana) | 0.7 | 6.0 | 0 | 0.3 |
| Mundial (mediana) | 1.5 | 7.4 | 7.4 | 0.4 |

Fuente: Global Financial Development Report 2014

Elaboración: Comisión Sectorial de Inclusión financiera

En ese sentido, se requiere impulsar y evaluar cambios que promuevan que nuestro mercado de capitales cumpla su función económica tradicional, pues en la actualidad existen brechas de acceso y profundidad que requieren una especial atención; aspectos que, además, se vinculan directamente con los niveles de inclusión

financiera en nuestro país. La importancia de fomentar dichas condiciones es tal, que la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera (ENIF) ha reconocido como una de sus principales metas de inclusión financiera para el 2021 el lograr una mayor profundidad en el mercado de capitales (Comisión Multisectorial de Inclusión Financiera, 2015, p. 4).

Adicionalmente, el hecho que la oferta y la demanda dentro del mercado de valores esté compuesta, principalmente, por las emisiones de empresas corporativas y colocaciones adjudicadas por inversionistas institucionales, no solo resta profundidad a nuestro mercado sino también puede representar un potencial riesgo sistémico³⁵. En efecto, limitar la existencia de nuevas fuentes de financiamiento –alternativas a las fuentes tradicionales– puede restringir el mantenimiento del flujo de financiamiento para las micro y pequeñas empresas –que se encuentran en una situación de banca dependencia– ante un escenario de crisis financiera (Stiglitz, 2002, pp. 150-151)³⁶, lo cual sería sumamente perjudicial para la economía y afectaría la cadena de pagos en general.

Dicha situación refuerza la necesidad de fomentar el acceso de otros participantes al mercado de valores, lo cual se puso en evidencia con la promulgación de la Ley de Promoción del Mercado de Valores, aprobada por Ley N° 30056, que estableció la facultad de la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) para aprobar un régimen especial de oferta pública, con el claro objetivo de propiciar el ingreso de nuevas empresas, de preferencia pequeñas y medianas³⁷.

³⁵ De acuerdo a la Superintendencia del Mercado de Valores, el 74.7% de las colocaciones en el mercado de oferta pública primaria de adjudicó a inversionistas institucionales y solo el 3% por personas naturales. Ver <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/01/Estructura-y-mejoras-Peru.pdf>.

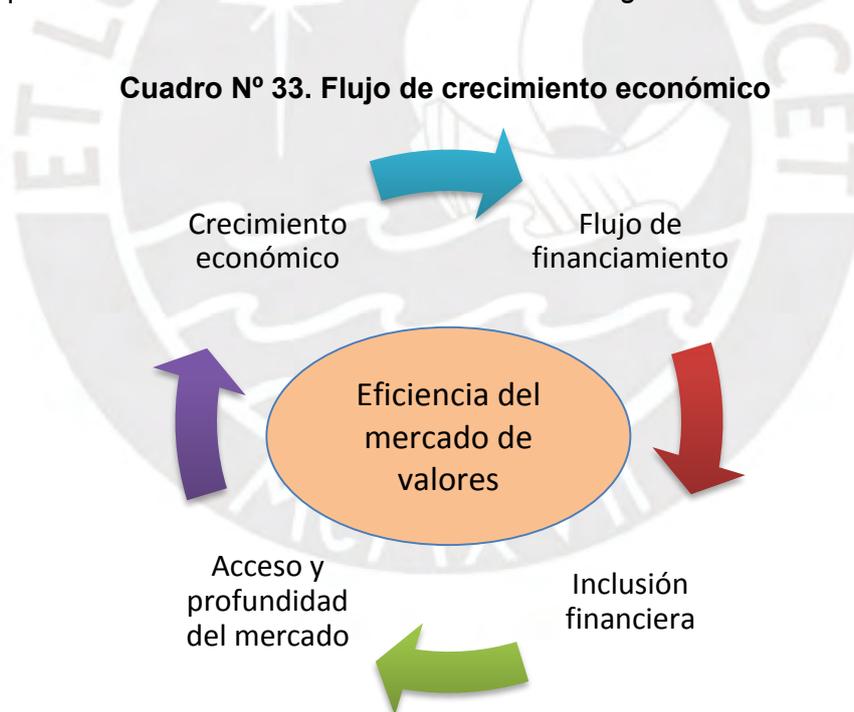
³⁶ Respecto al riesgo sistémico que puede generarse, Stiglitz J. afirma que mantener el flujo de financiamiento es fundamental para enfrentar una crisis financiera (traducción libre):

“Si el sistema financiero colapsa, las empresas no pueden conseguir el capital circulante que necesitan para continuar con los niveles corrientes de producción, y mucho menos para financiar la expansión mediante nuevas inversiones. Una crisis puede desencadenar un círculo vicioso por el cual los bancos recortan su financiamiento, lo que lleva a las empresas a recortar su actividad, lo que a su vez reduce la producción y las rentas. Cuando la producción y las rentas se derrumban, los beneficios hacen lo propio y algunas compañías se ven abocadas a la quiebra. Cuando las empresas entran en quiebra, los balances de los bancos empeoran y estas entidades recortan aún más sus créditos, lo que exacerba la coyuntura negativa (...) en los países de desarrollo, donde las fuentes de financiación son aún más limitadas, si un banco del que depende una empresa quiebra, el hallar una nueva fuente de financiación—en especial durante una caída de la actividad económica— puede ser prácticamente imposible (...) el reconocimiento de la importancia de mantener los flujos crediticios es algo que ha guiado a los que elaboran las medidas de política económica para lidiar con los problemas de la reestructuración financiera”.

³⁷ Cabe precisar que si bien dicha facultad se tradujo en la implementación del Mecanismo Alternativo de Valores, de acuerdo a lo expuesto previamente, dicho mecanismo no se enfoca en atender las necesidades

En dicho escenario, resulta vital que se busque promover un mercado de capitales eficiente que propicie una mayor competencia y profundidad a través del ingreso de más inversionistas y emisores –micro y pequeñas empresas–, a través de mecanismos innovadores como el *crowdfunding* que viene implementándose con éxito a nivel internacional. De este modo, el mercado de capitales podrá cumplir de mejor manera su función económica tradicional al promover mayores fuentes de financiamiento para el segmento de la micro y pequeña empresa, que actualmente no acceden a dicho mercado por los altos costos que representa.

En ese sentido, podemos concluir que el fomento de la función económica tradicional del mercado de capitales, para propiciar una mayor inclusión financiera y reducir las brechas existentes, se logrará a través de la creación de los incentivos necesarios que promuevan mayor profundidad y acceso a dicho mercado; lo que justifica que el regulador autorice y plantee un esquema de regulación intermedia o flexible para los nuevos esquemas de financiamiento como el *crowdfunding* de valores.



Fuente: Elaboración propia

de capital del segmento de la micro y pequeña empresa. Las características de dicho mercado buscan captar emisiones de medianas o grandes empresas, con los cuestionamientos que diversos autores hacen respecto a la necesidad de modificar el modelo (Galarza, 2013, p. 2), mas no fue diseñada para el sector de la micro y pequeña empresa, y tampoco se planteó la posibilidad de un mecanismo alternativo para dicho segmento, pese a que representa más del 95% del sector empresarial de nuestro país.

2. Marco regulatorio para impulsar el crowdfunding financiero

El crowdfunding financiero (en adelante, *crowdfunding*) plantea a los reguladores la cuestión de si debe existir una reacción por su parte, que podría ser mediante tres (3) escenarios posibles: (i) prohibir este tipo de actividad, (ii) vincularla en actividades reguladas preexistentes, o (iii) crear un régimen específico para la misma (Rodríguez, 2017, p. 258). Al respecto, con relación al primer escenario, resulta claro, conforme hemos destacado líneas previas, que existen razones suficientes para concluir que resulta necesario que se autorice el *crowdfunding* financiero como un mecanismo de financiamiento de diversos sectores económicos, por lo que su prohibición no resulta ser una opción eficiente.

En esa línea, la interrogante a plantear en realidad sería si la regulación, en cualquier medida, podría afectar el desarrollo de este mecanismo de financiamiento. En particular, se ha destacado que una forma de fomentar el crecimiento del *crowdfunding* es justamente mediante la regulación, pero no cualquiera, sino una moderada; esto es, con las exigencias que en realidad permitan a la industria del *crowdfunding* crecer (con la suficiencia apropiada en términos de gobernanza, gestión de riesgos, capital, y liquidez), lo que, en realidad, podría reducir o eliminar la incertidumbre regulatoria y promover el crecimiento de esta industria (Herrera, 2016, p. 26). Así, se ha aconsejado su regulación para dar seguridad jurídica a las plataformas, manteniendo la protección de los clientes y la seguridad del mercado en su conjunto (Zunzunegui, 2015, 147).

En este punto, las intervenciones públicas en apoyo al sector vinculado con la tecnología financiera (en el cual se encuentra al *crowdfunding*), pueden enmarcarse bajo distintos objetivos de desarrollo, tales como el impulso al financiamiento de actividades productivas desde mecanismos alternativos como la financiación colectiva y la ampliación de la inclusión financiera. Al respecto, en nuestro país el 46,2% de los emprendedores opina que, aunque no existe una regulación específica, sí se necesita (Finnovista, 2017), lo que evidencia una necesidad regulatoria en dicho sector. Así, la regulación que tenga nuestro país debe incentivar la inversión y a la vez brindar protección al usuario final (Silva, 2017, p. 117).

Ahora bien, los modelos de *crowdfunding* generalmente utilizados para la financiación de empresas pequeñas son los vinculados a préstamo e inversión

(Pazmiño, Castañeda y otros, 2017, p. 213). Al respecto, solo para recordar que, en estos modelos de *crowdfunding*, los inversores reciben una contraprestación económica acorde con su aportación de fondos y el riesgo asumido. En el caso de préstamo (*crowdlending*), los inversores reciben un instrumento de débito que especifica los términos de la devolución del crédito otorgado, generalmente añadiendo una rentabilidad a la cantidad prestada. Y, en el caso de la inversión (*equity crowdfunding*), los inversores obtienen acciones o participaciones en una empresa, y la rentabilidad de la inversión está ligada al éxito futuro de la misma (Cuesta, Roibas y Tuesta, 2014, p. 1).

En nuestro país, de acuerdo al análisis realizado en los capítulos previos, observamos que, por un lado, el esquema del *crowdlending* sería viable para las microempresas y pequeñas empresas y, por otro lado, el esquema del *equity crowdfunding* sería viable solo para emprendimientos –pues no existiría masa demanda en el segmento de la micro y pequeña empresa–, lo que denota que los retos regulatorios son mayores, dado que observamos características particulares en los posibles participantes, así como en los modelos de *crowdfunding* involucrados.

2.1. Desafíos de regulación en el Perú

De manera preliminar, una regulación implica asegurar un equilibrio entre tres objetivos: la eficiencia, la protección del inversor y la estabilidad financiera, siendo que estos objetivos se retroalimentan entre sí, de manera que un peso excesivo de un objetivo puede llevar a resultados subóptimos. Por ejemplo, se ha destacado que el exceso de la eficiencia, fomentando una operación excesivamente ágil, puede llevar a una desprotección del inversor. Es así que, la tarea del regulador se centra en introducir normas que, de un lado, permitan alcanzar un adecuado nivel de protección del inversor, y del otro, garanticen que no se introduzca riesgos para el sistema; no obstante, respecto del *crowdfunding*, actualmente, la regulación se debe centrar en la protección del inversor dado que, de momento, el tamaño del *crowdfunding* no es lo suficientemente grande como para generar un riesgo sistémico (Rodríguez, 2017, p. 260).

En atención a ello, el reto regulatorio se vincula directamente a los participantes, el empresario usuario que requiere financiamiento y el inversionista que requiere protección. Por dicha razón, la regulación de *crowdfunding* debe basarse en el

equilibrio de dos objetivos en aparente conflicto: fomentar la formación de capital y la protección de los inversores, en los cuales existen dos conjuntos de problemas potenciales identificados vinculados a: (a) la relación entre el inversionista y el empresario (tales como, asimetrías informativas, bajo nivel de sofisticación de los inversionistas o naturaleza impersonal del crowdfunding); y, (ii) la relación entre los inversionistas y las plataformas (tales como, los modelos de retribución o la cantidad de plataformas); por lo que cualquier regulación sobre el *crowdfunding* debe considerar, por un lado, los costos de transacción de los inversionistas, empresarios y plataformas y, de otra parte, debe mitigar los riesgos y conservar la protección de inversionista (Hooghiemstra y de Buysere, 2016, 146).

Es así que, los desafíos en la regulación del *crowdfunding* abarcan aspectos relacionados con las reglas de funcionamiento de las plataformas (diferenciando jurídicamente las distintas modalidades de financiación colectiva), la exigencia de transparencia en la información, la imposición de límites de inversión y, en algunos casos, el establecimiento de beneficios fiscales (Cuesta, Roibas y Tuesta, 2014, p.16).

Al respecto, resulta oportuno destacar que el *Balanced Stakeholder Framework* contiene aspectos a ser considerados para un el diseño de las políticas o marco regulatorio aplicable (Crowdfunding México, 2016, p. 13):

a) Protección de inversionistas

- Requerimientos de educación de inversionistas.
- Límites de inversión individuales.
- Restricciones de transferencia de acciones y préstamos.
- Límites en el número de accionistas.
- Necesidad de inversionistas educadamente acreditados en el crowdfunding.

b) Capital para negocios

- Tipos de negocios que utilizan el crowdfunding.
- Límites al tamaño de la oferta.
- Velocidad de cierre de ofertas.

- Requerimientos para información financiera.
- c) Transparencia para reguladores
- Verificación de inversionistas.
 - Provisión de preclasificación o prueba.
 - Plan para el monitoreo de la información y tendencias de la industria.
 - Requerimientos para las revelaciones de información.
 - Mecanismos de comunicación con las plataformas.
- d) Viabilidad de la industria de crowdfunding
- Promoción general.
 - Estándares comunes de información para la industria.
 - Requerimientos de plataformas de crowdfunding.
 - Límites de responsabilidades para las plataformas.

En atención a lo anterior, no cabe duda de que su regulación no es una tarea sencilla, dado que se trata de una industria nueva, compleja y cambiante. Y si bien es obvio afirmar que una buena regulación permitirá una mejor supervisión y cumplimiento, ésta no necesariamente generará el crecimiento de la industria (Herrera, 2016, p. 26), por lo que el planteamiento regulatorio deberá considerar necesariamente dicho aspecto.

2.2. La gestión de los riesgos y las recomendaciones para la regulación del crowdfunding

Bajo una perspectiva general de la gestión del riesgo, se ha observado la necesidad de determinar las actividades que las plataformas están autorizadas a realizar, la definición del objeto de intercambio, así como la obtención de una autorización, para la cual se exige un capital mínimo que asegure que la plataforma cuenta con los medios adecuados para hacer frente a los riesgos que gestiona, siendo que a esto deben agregarse la gestión de riesgos asociados a la plataforma (la exigencia del registro de la plataforma y la gestión de los conflictos de interés) y la gestión de riesgos asociados al inversor y el empresario (solucionar los problemas relacionados

a asimetrías informativas o determinar la necesidad de un cierto control de los proyecto por parte de la plataforma) (Rodríguez, 2017, pp. 268-270).

En este punto, las recomendaciones que podemos seguir para la regulación del crowdfunding (Herrera, 2016, pp. 26-35), son las siguientes:

- 1) La necesidad de definir claramente los temas de supervisión y vigilancia.- Una definición de las plataformas, inversionistas, y promotores puede preparar el terreno para una adecuada regulación.
- 2) Una taxonomía determinada.- Debido a los tipos de riesgos que implican, es útil definir qué constituye crowdfunding para enmarcar el alcance regulatorio.
- 3) Los alcances y prohibiciones del crowdfunding.- Será útil definir al crowdfunding como un mecanismo separado de los mecanismos de intermediación tradicional, por lo que será necesario definir su alcance y prohibiciones.
- 4) Un régimen de autorización.- Un proceso claro y específico que de poderes de autorización a una autoridad económica o financiera debería encontrarse especificada en la regulación. Después de la definición del supervisor, requisitos específicas y proporcionales, así como vencimientos deberían estar establecidos dentro de la regulación.
- 5) El requisito de capital mínimo.- Se recomienda un requisito de capital mínimo para las plataformas para garantizar sus actividades operativas.
- 6) La debida diligencia.- Los estándares deben abordarse al menos de dos maneras. En primer lugar, las plataformas deben establecer un estándar mínimo para la identificación de promotores e inversores. Y, en segundo lugar, las regulaciones podrían incluir obligaciones para que las plataformas evalúen la solvencia de los prestatarios en los modelos basados en préstamos. Así como, las provisiones mínimas para verificar el destino de los recursos monetarios hacia los proyectos promovidos podrían ser incluidas en la regulación.
- 7) La conducción de los negocios.- Deben aplicarse reglas diferentes para plataformas basadas en préstamos y basadas en acciones. En ese sentido, se ha recomendado contenido mínimo respecto de lo siguiente: (i) la información que entregarán las plataformas tanto a los inversores como a los promotores antes de que se presten los servicios; (ii) información requerida por las plataformas a los inversores antes de que se presten los servicios; e, (iii) información para los inversores después de registrarse en una plataforma

- 8) La protección financiera del consumidor.- La regulación debe incluir disposiciones explícitas para la protección de inversionistas y promotores.
- 9) Autoridad de supervisión, vigilancia y sanción.- El supervisor del crowdfunding designado debe tener amplia autoridad y facultades para realizar sus tareas, por lo que deberá tener facultades, tales como: (i) la capacidad para recibir información, siendo que la regulación debe otorgar autoridad al supervisor para recibir información en tiempo real de las plataformas, utilizando tecnología y estableciendo un estándar de entrega de información; (ii) el conocimiento de estados financieros, es decir, la capacidad de obtener de manera periódica los estados financieros de las plataformas para conocer su posición financiera; (iii) facultades de inspección que debe poseer la autoridad, por lo que se debe otorgar poderes de supervisión in situ, pero principalmente fuera del establecimiento a la autoridad de supervisión. El motivo de este énfasis es el carácter electrónico y digital del negocio. Por ello, se debe establecer la obligación de que las plataformas cooperen y brinden información oportuna al supervisor; (iv) la definición y los tipos de mala conducta que podrían estar presente en el desarrollo del crowdfunding, por lo que la gravedad de las infracciones debería estar clasificada en la regulación. Las infracciones podrían incluir contravenciones a la autorización y el régimen de operación, la mala conducta de mercado, la falta de diligencia prevista, incumplimiento en lo que concierne a la entrega de la información, y cualquier violación del marco legal decidido por el regulador; y, (v) las regulaciones deberían proporcionar un régimen de sanción, claramente especificado, y con sanciones monetarias y no monetarias, incluyendo decisiones administrativas como la suspensión de actividades u otras consideraciones. Un régimen claro de aplicación para la ejecución del supervisor debería ser incluido en la regulación.

3. Panorama regulatorio para el crowdfunding

3.1. Perspectivas respecto de la regulación del crowdfunding

De acuerdo al análisis publicado por IOSCO en el 2015 (IOSCO, 2015), de una evaluación del escenario regulatorio del crowdfunding en diversos países, se encontraron tres posiciones diferenciadas: (1) no regular de forma especial, sometiendo a las plataformas de financiamiento colectivo al marco normativo

de valores general; (2) flexibilizar la regulación, estableciendo ciertas excepciones aplicables a las plataformas de crowdfunding; y, (3) adoptar una regulación especial, donde establecen reglas especiales para las plataformas de financiamiento colectivo, las cuales también contemplan ciertas restricciones a fin de garantizar la integridad de la información y proteger a los inversores.

A continuación, se describen las posiciones identificadas para la regulación de la actividad (Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera de Colombia, 2016):

- a) **No regulación:** 32% de los países objeto de evaluación no han regulado el crowdfunding, esperando que la actividad se adapte a las normas existentes. Los países que acogen este esquema son Hungría, Pakistán, India, Rumania, Turquía, Morocco.
- b) **Regulación flexible:** 23% de los países aplican excepciones para facilitar el acceso de las pequeñas empresas al mercado de valores. Los países que acogen este esquema son Brasil, Alemania, Hong Kong, Singapur, Holanda.
- c) **Regulación específica:** 45% de los países evaluados cuentan con reglas y deberes aplicables a las plataformas de crowdfunding. Los países que cuentan con este modelo son Corea, Australia, Italia, Japón, Francia, España, Canadá, Alemania, EE.UU, México y Reino Unido.

Como vemos, el 45% de países adopta una regulación específica para las plataformas de crowdfunding (45%). Al respecto, cabe precisar que, de acuerdo a una reciente publicación del BID, las buenas prácticas implementadas en otros países como el Reino Unido o Singapur podrían aplicarse a otras jurisdicciones de Latinoamérica que permita obtener una aproximación preliminar de cómo debe regularse dicho esquema de financiamiento de acuerdo a cada contexto particular (2016, p. 95).

La regulación específica del crowdfunding ha sido la siguiente, en términos generales, en diversos países, lo que nos pone un ejemplo de los modelos regulatorios vigentes en este sector (Cuesta, Roibas y Tuesta, 2014, p.17):

| País | Modelo de plataforma | Novedades regulatorias en el último año |
|-------------------------------------|--|---|
| Estados Unidos (septiembre 2013) | Equity | Se autoriza el anuncio público de emisiones de capital a través de plataformas. Pendiente de aprobación: participación (con límites) de inversores no acreditados. |
| Reino Unido (abril 2014) | Crowdlending | Las plataformas pasan a estar bajo la supervisión de la FCA y deben tener un capital mínimo en función del volumen de préstamos. |
| | Equity | Restricción del tipo de clientes a los que pueden realizar ofertas directas. |
| Francia (mayo 2014) | Crowdlending | Creación de un registro oficial específico. Límites a emisores e inversores. |
| | Equity | Creación de un registro oficial específico. Límites a los emisores. |
| | Préstamos subordinados con participación en los beneficios | Se incluyen bajo la norma de productos de inversión, pero se establece una excepción (con regulación más laxa) para emisiones inferiores a ciertos límites. |
| España (2014) | Crowdlending y equity | Inscripción en la CNMV, con implicación del Banco de España en el caso del crowdlending. Límites a emisores e inversores. |
| | | Las plataformas deben ser autorizadas por la CONSOB. Las empresas deben ser consideradas "innovadoras" para poder emitir capital a través de las plataformas. Regulación más laxa si no se superan ciertos límites de colocación por inversor. Al menos el 5% de los inversores deben ser profesionales. |
| Italia (junio 2013) | Equity | Regulación más laxa si no se superan ciertos límites de colocación por inversor. Al menos el 5% de los inversores deben ser profesionales. |

Fuente: BBVA Research

3.2. Una opción particular: la existencia previa de una experimentación regulatoria

a) *La utilidad de la experimentación regulatoria respecto de la industria del crowdfunding*

El denominado Regulatory Sandbox o experimentación regulatoria es un esquema creado en el Reino Unido con la finalidad de probar innovaciones tecnológicas con un alcance limitado, herramienta que viene siendo implementada por diversos países para propiciar un escenario flexible que permita el desarrollo de propuestas innovadoras en el sector financiero, y que aquellas que demuestren viabilidad puedan llegar al mercado. En este régimen, inicialmente, se flexibiliza la carga regulatoria o se establece un régimen de excepción a fin de que dichas innovaciones sean puestas a prueba, pero con ciertos límites. Este modelo ha sido adoptado por el Reino Unido, Australia, Singapur, Hong Kong, Abu Dhabi, Malasia y Canadá (García Ocampo, 2017, p. 13).

En el caso del Reino Unido, la regulación específica fue precedida de un periodo de no regulación y, posteriormente, se implementó un esquema de regulatory sandbox o exploración regulatoria.

Lo más resaltante de la experiencia británica es el proceso que precedió la regulación de los esquemas de *crowdfunding* (cabe precisar que los modelos de recompensas y donaciones no son actividades reguladas) por parte de la Financial Conduct Authority (FCA)³⁸. En principio, se permitió que los mercados evolucionen implementando medidas provisionales y requisitos prudenciales para la aplicación del modelo, pero que estaban sometidas a una suerte de autorregulación de la industria. Conforme las plataformas adquirieron fuerza y volumen, la industria del crowdfunding en el Reino Unido facilitó al regulador datos sobre sus operaciones (de deuda y capital) que permitió que aquel pueda monitorear a dicho mercado (Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN). Miembro del Grupo BID, 2015, p.33).

Posteriormente, en abril de 2014, ciertas actividades de crowdfunding se convirtieron en actividades reguladas bajo la supervisión y las reglas de la FCA (Álvarez, 2014) y se introdujeron nuevas reglas para la promoción del crowdfunding basado en inversión (Cambridge Centre for Alternative Finance, 2017, p. 38).

Conforme destaca Álvarez, la importancia de la experiencia británica radica en la evaluación previa de los costos y beneficios de cada alternativa regulatoria. Así, el referido autor resalta que “la norma británica destaca los riesgos de este tipo de inversión, pero al mismo tiempo hace un estudio de los costes y beneficios de la regulación y de los fallos del mercado. Es decir, se trata de estimar si los costes que conlleva toda regulación están compensados por los beneficios que va a producir, y si algunos de los riesgos del sistema no requieren regulación porque se resolverán a través de los mecanismos del mercado, es decir, a través de la competencia entre las plataformas” (2014, p. 43).

³⁸ La Autoridad británica de Conducta financiera o Financial Conduct Authority (FCA) es el organismo regulador que monitorea y supervisa las actividades de crowdfunding financiero en el Reino Unido, creado en el 2012, en virtud de la aprobación de la Financial Services Act. Entre sus objetivos, destacan “la protección de los consumidores o el fomento de la competitividad sectorial a través de la innovación” (Govup, 2012, p.1).

b) *Las ventajas del sandbox regulatorio para optar por un esquema regulatorio*

Las jurisdicciones que implementaron el sandbox regulatorio operan en diferentes niveles, según sus objetivos y su nivel de desarrollo (EY, 2017): (i) nivel básico, donde el enfoque de sandbox ayuda a los reguladores a obtener información más profunda de los riesgos que rodean las tecnologías emergentes o los modelos de negocio; (ii) periodo de observación, donde los reguladores definen si las normas existentes deben modificarse o si deben agregarse regulaciones adicionales; (iii) enfoque proactivo del regulador, donde buscan promover que las empresas innovadoras (FinTech) desarrollen las mejores prácticas en nuevos modelos o tecnologías comerciales³⁹; y, (iv) apertura del regulador, la cual busca atraer innovadores de Fintech en el extranjero (que tienen capital limitado), pues el enfoque sandbox les permitirá probar y validar su producto más rápidamente.⁴⁰

El esquema de experimentación regulatoria tiene cuatro elementos básicos: (i) la definición de aquellas empresas que pueden participar; (ii) los criterios de elección para su incorporación; (iii) parámetros de realización de la prueba; y, (iv) delimitación del nivel de colaboración de las empresas con las autoridades.

De acuerdo a la publicación de Ernst & Young Advisory Services (EY) sobre el impacto de los sandbox regulatorios en el Reino Unido y otros países, se concluye que los emprendedores encuentran diversas ventajas en dicho modelo:

- Reduce el tiempo y el costo de llevar la innovación al mercado.
- Permite que los innovadores tengan acceso a financiación al reducir los riesgos de los clientes.

³⁹ Traducción libre: "...por ejemplo, en abril de 2017, la FCA publicó el Documento de debate sobre la tecnología del libro mayor distribuido que analiza los posibles impactos regulatorios en base a los hallazgos de las firmas participantes en la primera cohorte de su recinto de seguridad regulatorio. Este enfoque está creciendo en importancia. Por ejemplo, con el crecimiento de peer-to-peer la financiación de préstamos y de la cadena de suministro para las PYME, también pueden surgir diferentes puntuaciones alternativas de crédito basadas en factores como el perfil de las redes sociales y el historial de transacciones sin una evaluación independiente por parte de terceros (...)."

⁴⁰ Traducción libre: "(...) el entorno limitado de la FCA ha atraído a varias empresas con sede en el extranjero para expandir sus operaciones en el Reino Unido."

- Los innovadores y los reguladores mantienen una relación constante que permite garantizar el nuevo desarrollo de tecnología y modelos comerciales que se alineen con las regulaciones o el objetivo de estas.
- En el caso del Reino Unido, los emprendimientos participantes del sandbox regulatorio coincidieron en calificar a dicho esquema como una gran herramienta que permite entender mejor el entorno regulatorio aplicable a una idea innovadora (ver documento 151, p. 16).

Del lado del regulador, el referido modelo permite que éstos: (i) conozcan mejor a los actores del ecosistema innovador; (ii) información que permita entender las nuevas tecnologías, sus aplicaciones y factores de riesgo, que permitan determinar adecuadamente la necesidad de una regulación especial o flexible; (iii) información clara sobre el impacto regulatorio a nivel transfronterizo; y, (iv) obtengan una proyección de los inversionistas potenciales.

De acuerdo a un estudio publicado por el BID y Finovista, la implementación de sandbox regulatorios (bancos de prueba) permitirá: "(i) establecer un diálogo más directo entre la industria Fintech en general y los supervisores y reguladores para entender la naturaleza de los negocios y la regulación; y (ii) permitir una transición más suave para las plataformas y emprendimientos Fintech y sus entes de control hacia una supervisión basada en las verdaderas actividades de la industria" (2017, p. 89-90).

La experiencia a nivel de Latinoamérica ha permitido concluir que es vital generar una colaboración entre las empresas y los actores de la industria, para lo cual la regulación cumple un papel fundamental que debe darse "no con un fin restrictivo y de mayores controles, sino desde una perspectiva que promueva la competitividad y la innovación en el ámbito nacional y regional" (BID, 2017).

De otro lado, en opinión del especialista Alessandro M. Lerr⁴¹, en atención a una consulta efectuada por la Universidad del Pacífico respecto al proyecto de

⁴¹ Alessandro M. Lerro es un abogado italiano que ha asesorado durante más de 25 años en innovación y nuevas tecnologías, combinando una gran experiencia en propiedad intelectual y finanzas. Miembro del Consejo Mundial Anual de Líderes Globales de Crowdfunding, Asesor Jurídico y Gerente de la Asociación Europea de Equidad de Crowdfunding y Presidente de la Asociación Equity Crowdfunding de Equity, Lerro es uno de los expertos en crowdfunding más conocidos del mundo y un destacado abogado europeo en este tema. zona.

ley de regulación de plataformas de financiamiento colectivo: “En Estados Unidos se tardó casi 3 años en representar la parte del crowdfunding específicamente dedicada a los inversores minoristas, con un extenso debate sobre la mejor forma de encontrar el equilibrio adecuado. El regulador del Reino Unido siguió un interesante enfoque ascendente: lograron resultados sorprendentes al otorgar autorizaciones provisionales a tres plataformas de crowdfunding con requisitos mínimos, para luego redactar el reglamento después de algunos meses de experiencia práctica, por lo se evitó una regulación sofocante al inicio”⁴²

En ese sentido, la evidencia expuesta nos permite concluir que el sandbox regulatorio resulta un esquema interesante e innovador que propicia que el regulador promueva la innovación sin dejar de proteger a los inversionistas y garantizar la integridad de la información, por lo que debería ser considerado para determinar la regulación aplicable al crowdfunding en nuestro país.

4. La regulación del crowdfunding en el Perú: la propuesta regulatoria

4.1 El crowdfunding financiero: una actividad con limitaciones en el Perú

En nuestro país no existe una regulación que permita el desarrollo del crowdfunding financiero (crowdlending y equity crowdfunding). De hecho, nuestra legislación no permite su funcionamiento en el mercado peruano. Por ejemplo, en el año 2014, la Superintendencia del Mercado de Valores - SMV emitió una alerta a los inversionistas y potenciales inversionistas, informándoles que el *crowdfunding* y sus plataformas de internet, que emplean la modalidad de emisión de valores o aportes de capital, no están autorizadas en el país, debido a que la publicidad u ofrecimiento de activos financieros en el territorio nacional y empleando medios masivos de comunicación, sólo puede realizarse por empresas autorizadas por entidades del Estado, según el artículo 2 de la Ley N° 30050, Ley de Promoción del Mercado de Valores. En este punto, cabe destacar que dicha norma señala expresamente lo siguiente:

Es un orador, conferenciante y escritor internacional apreciado en italiano e inglés sobre innovación y crowdfunding.

⁴² Traducción libre

Artículo 2. Publicidad de activos y servicios financieros no supervisados

Toda publicidad u ofrecimiento de compra o venta o suscripción de activos financieros que se realice en territorio nacional empleando medios masivos de comunicación, como diarios, revistas, radio, televisión, correo, reuniones, redes sociales, servidores de Internet ubicados en territorio nacional u otros medios o plataformas tecnológicas, solo puede realizarse por sujetos autorizados o supervisados por la SMV o por la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones.

Lo anterior evidencia la necesidad de plantear una regulación que permita la utilización del crowdfunding en todas sus modalidades en el mercado peruano, debido a que existen limitaciones normativas para su utilización. En esa línea, es importante resolver determinadas interrogantes tales como ¿quién debería ser la autoridad competente? y ¿cómo se debería realizar esta regulación para impulsar el crowdfunding?, lo que buscaremos solucionar en las siguientes líneas.

De manera adicional, cabe destacar que en la actualidad en el Congreso de la República se encuentra el Proyecto de Ley N° 03083/2017-CR por la cual se propone la “Ley que regula el régimen jurídico de las plataformas de financiamiento participativo”. En atención a ello, resulta oportuno evaluar dicha iniciativa legislativa, así como cualquier otra vinculada a este tipo de plataformas, a fin de determinar una regulación que impulse realmente el crowdfunding en nuestro país.

4.2 ¿Quién debe ser la autoridad competente respecto del crowdfunding financiero?

El crowdfunding financiero se observa que existe aquel vinculado a una inversión (equity crowdfunding) y aquel vinculado a un préstamo (crowdlending), siendo que tradicionalmente las inversiones se encuentran vinculadas con las labores que realiza la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y los préstamos se encuentran relacionados con las labores de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS), por lo que

resulta necesario determinar quién debería ser la encargada de ser autoridad competente respecto del crowdfunding financiero considerando lo que se pretende tutelar mediante la regulación: ¿ambas? ¿la SBS o la SMV?

Al respecto, cabe considerar que las formas de financiamiento pueden ser organizadas estructuralmente como (a) financiamiento indirecto —caso en el que se requiere de la existencia de un intermediario financiero; y (b) el financiamiento directo, que implica la existencia de un mercado en el que los agentes se encuentran para transar capitales de manera directa (Sánchez, 2013, p. 78).

Al respecto, dichas formas de financiamiento reflejan los dos grandes grupos de sistemas financieros que existen: el sistema financiero de intermediación directa y el sistema financiero de intermediación indirecta, siendo que en ambos sistemas los agentes deficitarios (aquellos que requieren de capital) obtienen los recursos que necesitan para el desarrollo de sus actividades de manera directa (los agentes deficitarios recurrirán a los ofertantes de capital) o de manera indirecta (un intermediario captará los recursos del público para colocarlos en forma de préstamos, cobrándole al prestatario una tasa de interés). Ante ello, la regulación del sistema financiero de intermediación directa y de intermediación indirecta, a través de la Superintendencia del Mercado de Valores y de la Superintendencia de Banca y Seguros y AFP's (SBS), respectivamente, cobra especial importancia. (Ferrero Álvarez-Calderón, 2009, p. 17).

a) *Panorama regulatorio del sistema de intermediación indirecta*

Las explicaciones que predominan para la necesidad de una regulación del sistema de intermediación indirecta se dan en función de dos razones fundamentales: (i) el riesgo de una crisis sistémica por la interconexión entre los agentes económicos, que supone una cadena que transmite los choques de un agente al resto; y, (ii) el hecho que los depositantes no pueden vigilar a los bancos, que está sujeto a los problemas de riesgo moral y de selección adversa (Gutiérrez y Fernández, 2006, pp. 27-31).

En nuestro país, cabe recordar que el artículo 87° de la Constitución establece que "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", agregando a continuación que "La Superintendencia de Banca y Seguros ejerce el control de las empresas bancarias y de seguros, de las demás que reciben depósitos del público y de aquellas otras que por realizar operaciones conexas o similares, determine la ley".

Al respecto, resulta claro que la Constitución ha establecido la protección del ahorro del público como elemento fundamental para la regulación del sistema financiero de intermediación indirecta, dado que las empresas de intermediación captan dicho ahorro permitiendo su funcionamiento en el mercado. De esta manera el objetivo primordial de la SBS es preservar los intereses de los depositantes, mediante mecanismos normativos adecuados, bajo un contexto que estos depositantes no pueden vigilar las operaciones de las entidades financieras.

De manera adicional, bajo un ámbito de estabilidad financiera, la SBS es la encargada de supervisar a las entidades financieras y de velar por su solvencia individual, para lo cual tiene a su cargo la regulación de los requerimientos de capital, provisiones y los límites para las operaciones que estas realicen en el mercado (Choy y Chang, 2014, p. 5). De este modo, dicha institución busca alcanzar la estabilidad financiera para preservar los ahorros del público, con medidas normativas para lograr dichos objetivos.

En específico, a las empresas que conforman el sistema financiero, reguladas y supervisadas se les aplica toda la carga regulatoria dispuesta por dicho ente regulador, en función a los objetivos que persigue la regulación del crédito, que es asegurar la protección del usuario (mediante un servicio idóneo, seguro, confiable) y, a su vez, que la empresa intermediaria cumpla con una adecuada gestión de los riesgos inmersos en sus operaciones, por lo que existen diversas exigencias legales destinadas a reducir el excesivo crecimiento de las empresas y los riesgos vinculados a la actividad de otorgamiento de créditos (por ejemplo, exigencias de capital, límites operativos, provisiones, gestión de riesgos, evaluación y clasificación de deudores, etc.) (Yuta, 2017, p. 1)

En este punto, cabe destacar que en el caso del financiamiento indirecto, se observa que la actividad de una empresa intermediaria puede ser simplificada desde dos enfoques: (i) el enfoque de producción, en donde los depósitos son asumidos como un producto final, lo que implica tomar a los intermediarios como empresas que producen dos servicios diferenciados entre sí: depósitos y créditos; y, (ii) el enfoque de intermediación, el cual supone a los depósitos como un servicio intermedio para la producción de crédito, lo cual implica que los intermediarios (por ejemplo, bancos) serían únicamente productores de crédito; por lo que obtienen sus ganancias sobre la base de su actividad de intermediación financiera (Sánchez, 2013, pp. 78-79). Lo anterior, implica que la decisión de otorgamiento de los créditos depende de la entidad financiera, por lo que los riesgos vinculados con esta decisión son asumidos por el intermediario siendo que la regulación responde a dicha situación frente a un escenario de protección del ahorro que permite a estas entidades funcionar.

b) *Panorama regulatorio del sistema de intermediación directa*

En este punto, es relevante recordar que, en la intermediación directa, se da cuando el agente superavitario asume directamente el riesgo, que implica otorgar los recursos al agente deficitario (López-Aliaga y Souza, 1997, p. 110), lo que evidencia la necesidad de la protección del inversor. En particular, en el mercado de intermediación directa tiene particularidades tales como que el riesgo en la intermediación directa es asumido íntegramente por el superavitario y debido a que el riesgo es mayor, la rentabilidad también sea mayor (Pineda Galarza, 2011, p. 3).

En este mercado, un agente que requiere recursos para sus proyectos puede obtenerlos directamente de los agentes superavitarios (inversionistas) mediante la colocación de valores (valores mobiliarios). Para ello se dirigen a los inversionistas mediante ofertas públicas o privadas de valores (Arata Delgado, 2009, p. 39).

En dicho contexto, la regulación de los mercados financieros ha sido sustentada tradicionalmente en virtud de dos objetivos: la necesidad de garantizar el buen funcionamiento de los mercados, es decir, garantizar la eficiencia de los mercados; y, la necesidad de proteger a los inversionistas, siendo que la forma

de la protección de los mismos puede ser concebida: (i) la protección del inversor como forma de reforzar la confianza de los mercados, debido a que la pérdida de confianza de los mercados se origina básicamente en la percepción de los inversionistas; y, (ii) la protección del inversor como fin en sí mismo, dado que en determinadas circunstancias, puede justificarse la introducción de medidas que generen algunas ineficiencias en el mercado. En este punto, para lograr estos objetivos existen dos elementos claves, tales como la transparencia y la protección en la confianza en los mercados (Serra Puente Arnao, 2009, pp. 103-104).

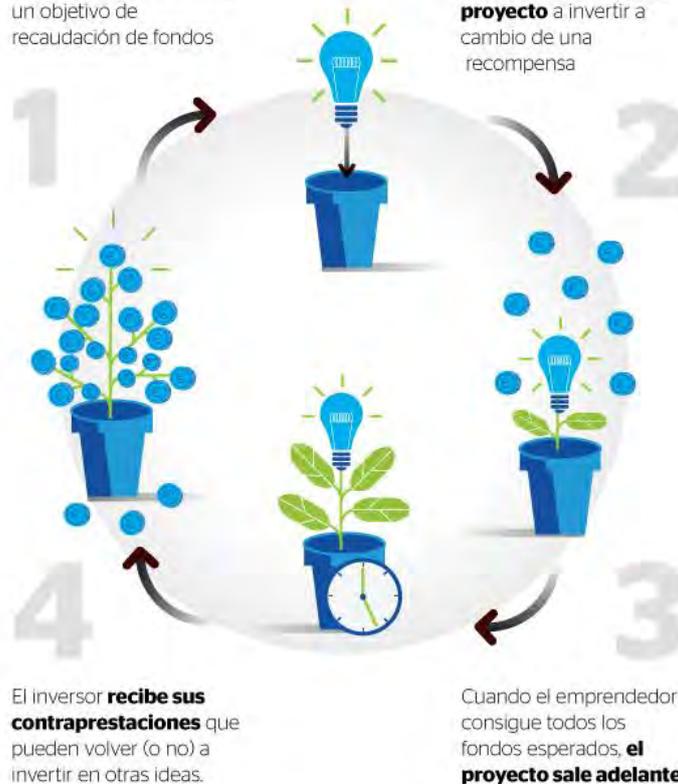
En este mercado, se observa una pronunciada asimetría de información por parte del emisor sobre los partícipes del mercado, por lo que este mercado debe basar su regulación en el principio de transparencia como mecanismo idóneo para generar confianza a los inversionistas en el mercado. Al respecto, para decidir comprar o vender un valor mobiliario, el inversionista requiere información confiable para pretenda hacer un estimado razonable sobre el valor presente del paquete de derechos que la propiedad de un valor confiere (Payet, 1996, p. 96). Es así como la regulación parte de la base de que es necesario proteger a los inversionistas con la entrega de información material, que es aquella que les permitirá tomar decisiones de inversión y ejercer sus derechos políticos (Blanco Barón, 2014, 142).

c) *Panorama regulatorio para el crowdfunding financiero: bajo el enfoque de quien asume el riesgo de la inversión*

En este punto, es necesario recordar el proceso del *crowdfunding*, el cual se resume en lo siguiente:

El emprendedor **registra la idea** en una plataforma crowdfunding y se marca un objetivo de recaudación de fondos

El inversor se registra como prestamista en una plataforma y **escoge el proyecto** a invertir a cambio de una recompensa



Fuente: BBVA

Al respecto, se observa que el proceso de crowdfunding, el aportante elige el proyecto que va a participar, siendo que la plataforma únicamente se encarga registrar el proyecto y gestionar la recaudación, así, si se logra el mismo, el empresario encargado del proyecto deberá entregar la contraprestación al aportante bajo las condiciones ofertadas. Lo anterior resulta sumamente relevante debido a que, a diferencia del sistema de intermediación indirecta, en donde el intermediario toma las decisiones y los riesgos de las operaciones, en el caso del crowdfunding, el propio aportante asume las decisiones respecto del proyecto a financiar, por lo que también asume directamente los riesgos correspondientes.

En atención a ello, resulta claro que existen elementos que permiten evidenciar que la regulación debería estar dirigida a favor del aportante (inversionista), dado que la plataforma no toma las decisiones respecto del financiamiento. De manera adicional, dado el nivel incipiente del crowdfunding en nuestro país, no se observa que pueda generar un riesgo sistémico.

Por lo anterior, el modelo regulatorio a plantear se realizará considerando que el aportante resulta ser un inversionista, siendo que esta categoría se aplica para el crowdfunding de inversión (el inversor recibe una parte del capital de la empresa demandante de financiación por la aportación económica realizada) y de préstamo (los aportantes de fondos esperan recuperar su inversión más un tipo de interés), dado que el aportante elige el proyecto a financiar, tomando la decisión del destino de su inversión.

En atención a lo expuesto, **la regulación del crowdfunding debe tener como objetivos**: la necesidad de garantizar el buen funcionamiento de este mercado y proteger a los inversionistas, por lo que resulta evidente que la entidad que debe encargarse es aquella que tiene experiencia en el sistema de intermediación directa, es decir, la SMV, en donde el inversionista asume protagonismo en la regulación, en tanto dichas características son similares al modelo de crowdfunding. Además, el concentrar la competencia de supervisión y regulación en una entidad como la SMV, respecto de ambas modalidades de crowdfunding financiero, permitirá reducir el riesgo de supuestos de arbitraje regulatorio.

4.3 ¿Cómo se debería diseñar la regulación para impulsar el crowdfunding?

a) *La protección del inversionista como objetivo primordial de la regulación*

De acuerdo con la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), la regulación debe buscar equilibrar sus tres (3) propósitos más importantes: (i) el principio de eficiencia –cuyos componentes se han desarrollado previamente–; (ii) el principio de protección del inversionista; y, (iii) la reducción del riesgo sistémico.

En línea con dichos objetivos, en nuestro país el regulador ha encauzado sus esfuerzos en garantizar un adecuado nivel de transparencia en el mercado de valores, pues de todas las características citadas, la transparencia constituye el pilar fundamental que sustenta el sistema de divulgación de información continua bajo la premisa de que “cuanto más transparente sea el mercado de valores, más eficiente será la asignación de recursos en el mismo porque se garantizará

que las fuerzas de oferta y demanda se formen sobre la base de información relevante y que por ende los precios de equilibrio resultantes se acerquen a sus valores intrínsecos” (Aliaga Farfán & Tejada, 2004, p. 42).

Conforme se ha desarrollado previamente, es claro que dicho propósito requiere ser armonizado o equilibrado con la necesidad de inserción de capital para la micro y pequeña empresa, de modo que se fomente la competencia e innovación sin dejar de lado la protección de la transparencia del mercado a través de una regulación adecuada. Así, de acuerdo a Belando Garín, “la necesidad de compatibilizar la competitividad de los mercados y la protección de los inversores es precisamente uno de los retos de cualquier regulación actual del mercado de capitales” (citado por Paolantonio, 2011, p. 27).

Para esto, la primera pregunta que nos formulamos es si la información debe ser la misma para todo tipo o perfil de inversionista. La protección que otorga la regulación actual parte de la premisa de considerar que el inversionista tomará la decisión de inversión de acuerdo a la información que tenga disponible; sin embargo, la premisa que se busca demostrar en este punto es que no todos los inversionistas requieren el mismo nivel o cantidad de información y que, a diferencia de los inversionistas institucionales o sofisticados, las personas naturales que conformarían el *crowd* en un modelo de *crowdfunding* de valores no requerirán la misma información.

Si exploramos la primera alternativa implementada por el regulador para fomentar el ingreso de las medianas empresas, encontramos que se optó por flexibilizar los requerimientos de información exigidos a dicho segmento al crear el Mercado Alternativo de Valores; no obstante, como vimos previamente, dicho esquema no viene funcionando como se esperaba.

Al respecto, consideramos que una explicación para este resultado es que no se realizó un adecuado análisis de los incentivos y desincentivos de cada actor involucrado en dicho mercado, a fin de determinar si el modelo contaría con la suficiente oferta y demanda que permita cumplir su propósito.

Con dicho aprendizaje, podemos ver que la evaluación del perfil del inversionista o emisor que se verá afectado, directa o indirectamente, por la alternativa

regulatoria no solo permite garantizar la eficacia de la medida, sino también identificar el problema real en cada uno de dichos actores y diseñar un esquema regulatorio adecuado que considere ambos intereses.

Aparentemente, en la experiencia del MAV, la flexibilización de los niveles o requerimientos de información no habría considerado que la demanda potencial seguiría compuesta por inversionistas institucionales o sofisticados, quienes mantienen la misma expectativa respecto a los niveles de información; es más, con mayor información, tomando en cuenta que las emisiones de bajo volumen y por empresas que emiten por primera vez, representan un riesgo más alto.

Dicho escenario no se presenta en el caso del financiamiento colectivo vía crowdfunding de valores, pues el perfil del inversionista potencial –crowd– es sumamente distinto. Para empezar, hablamos de personas naturales –en un esquema tradicional de crowdfunding– con baja capacidad o volumen de inversión y cuyas alternativas tradicionales se constituyen en cuentas de depósitos a la vista o a plazo fijo, con una baja tasa de retorno esperado. Esta primera aproximación nos muestra que los incentivos para acceder a otras fuentes de inversión por parte de la demanda potencial son distintos a los que encontramos en los inversionistas sofisticados o institucionales; que tienen altas expectativas de retorno debido al costo de evaluación y valoración, así como sus volúmenes de negociación en el mercado tradicional.

En ese sentido, la primera afirmación que planteamos es que la información mínima que permita proteger a los inversionistas potenciales del *crowdfunding* de valores debe considerar el perfil de éstos, su nivel de negociación y el volumen de fondos que están dispuestos a invertir. El inversionista potencial de financiamiento colectivo generalmente tiene baja capacidad de inversión, por lo que su decisión no se determinará en base a la revisión de información exhaustiva (cuyo costo de oportunidad en la revisión sea más alto que el rendimiento esperado) sino en otros aspectos informativos básicos.

En la misma línea, la experiencia internacional en el desarrollo de la oferta y demanda del *crowdfunding* revela que la demanda potencial evalúa principalmente la calidad del proyecto del emisor, sus objetivos y planificación

(Mollick, 2014, p. 14)⁴³. Bajo esa premisa, la opción regulatoria debe buscar: (i) asegurar dicha información mínima que garantice la confianza en el inversionista no siendo necesario establecer parámetros de información equivalentes al esquema tradicional; y, (ii) promover la viabilidad del *crowdfunding* financiero a través de otros mecanismos no regulatorios (campañas informativas, educación a los inversionistas potenciales, entre otros)

Al respecto, algunos autores señalan que deben generarse supuestos de intervención del regulador partiendo del conocimiento de las limitaciones de la racionalidad del inversionista a fin de “diseñar modalidades de *disclosure* que las tomen en cuenta, y traten de reducir sus efectos”. De este modo, el regulador no debe enfocarse solo en determinar la cantidad de información que deba ser difundida, sino en cómo se presenta esta respecto a su claridad y relevancia, atendiendo al especial perfil del inversionista y el valor que le otorga a la información disponible (Paolantonio, 2011, p. 251)⁴⁴.

b) Elementos claves en el crowdfunding financiero

b.1. Los protagonistas del crowdfunding

⁴³ El referido estudio señala que “(...) *for entrepreneurs who seek crowdfunding, there are some clear lessons. First, project quality is important, and entrepreneurs should look for ways to signal preparedness. Social network ties have also been found to be important in crowdfunding, both in this study and in others (Agrawal et al., 2010). Second, appropriate goals are those that allow a founder to deliver a product on time; achieving significantly more funding than requested is rare. Most importantly, careful planning is required both to set these goals and to prepare for a crowdfunding success, which will entail a need to rapidly execute a promised venture.*”

⁴⁴ El referido autor señala que “(...) la hipótesis del mercado eficiente, en tanto se apoya en última instancia en una cierta concepción sobre la naturaleza humana y su racionalidad, ha sido siempre objeto de críticas por los representantes de las teorías económicas (y de las finanzas) conductistas (behavioral economics). Esta corriente ha señalado, en uno de los debates actuales más interesantes de las ciencias sociales, que las teorías de la decisión racional no se conciben con numerosos supuestos (empíricamente verificados) en los que la conducta humana se aparta de lo “racionalmente” esperado. Dentro de la línea de “irracionalidad”, uno de los temas recurrentes –acentuado luego de la crisis de 2007–, es del comportamiento en manada (herd behavior). Así, se señala que en muchas ocasiones los cambios de precios no se explican por la toma racional de decisiones, sino por la tendencia innata al comportamiento gregario o de manada, en el que se repiten acciones (racionales o irracionales) de los demás, las que además se consideran “justificadas” (...) lo que no puede en ningún caso negarse, es el aporte de las teorías conductistas para esclarecer comportamientos que no responden a los parámetros de racionalidad, e identificar *biases* o prejuicios de la conducta humana en la toma de decisiones (...) el valor de la información para la toma de decisiones no puede ser desdénado, ni siquiera en escenarios que trasuntan una aparente irracionalidad. Resulta en extremo difícil imaginarse cómo se realizará la compra o venta de un valor negociable sin información relevante disponible, y sobre que bases podría determinarse su precio. Las teorías conductistas hacen su aporte para demostrar que la ecuación información plena = decisión racional no resulta axiomática, pero lejos están de afirmar la irrelevancia de la información”.

De acuerdo a lo previamente analizado, el aportante es un inversionista bajo el modelo del crowdfunding, sin embargo, con él, también interactúan la plataforma y el empresario (promotor del proyecto a financiar). Al respecto, se observa lo siguiente con relación a dichos protagonistas (Rodríguez de las Heras, 2013, pp. 113-116):

- (i) El promotor del proyecto o solicitud: es la persona física o jurídica que solicita financiación para poner en marcha su iniciativa cultural, artística, científica o empresarial. Para ello emplea la plataforma de crowdfunding como escenario de presentación de su proyecto para atraer el interés de posibles aportantes.
- (ii) Los aportantes: son los usuarios interesados en apoyar el proyecto del promotor con fondos o recursos.
- (iii) El gestor de la plataforma de crowdfunding: es la más compleja y multifacética. El gestor de la plataforma puede adoptar perfiles muy diversos que en sus extremos responden a dos posiciones bien separadas:
 - (a) El gestor de la plataforma como un prestador de servicios, teniendo como función principal el crear un entorno cerrado de interacción electrónica y proporcionar a los usuarios registrados el acceso a los servicios y las aplicaciones básicas que precisan los promotores para publicar sus proyectos, lanzar la campaña de financiación, y hacer un seguimiento del estado de la misma, así como facilitar a los aportantes realizar sus contribuciones, interactuar con los promotores y, en su caso, utilizar cualquier otra funcionalidad prevista (emisión de opiniones, participación, toma de decisiones, seguimiento, etc.).
 - (b) El gestor de la plataforma puede adoptar una posición más activa, al encargarse de la captación de los fondos, gestionar las aportaciones o tramitar los préstamos garantizando su devolución, siendo que en estos casos, los gestores emularían las funciones de los intermediarios financieros, lo que implica determinar la manera que correspondería a la regulación del crowdfunding.

En este punto, es importante resaltar que un elemento relevante resultar si existe un proceso de selección de la campaña de crowdfunding. En particular, el proceso de selección de campañas a ser publicadas en los portales es un momento que requiere el uso de discrecionalidad por parte de los administradores del portal, siendo que existe cierta diversidad en la forma en que este proceso es llevado a cabo. Algunas plataformas realizan evaluaciones detalladas de cada uno de los proyectos y, en el otro extremo, hay plataformas que no establecen ningún tipo de criterio (Rentería, 2016, p. 40), siendo que alcanzar la meta establecida el punto crítico para que el crowdfunding se logre como tal.

b.2. Las características del crowdfunding financiero

En términos generales, según la experiencia comparada, el crowdfunding de préstamos y de inversión cuenta con las siguientes características (Gonzales y Ramos, 2017, pp. 19-20):

- **Crowdfunding de inversión:** En este caso, se trata de que una persona que necesita financiación para un proyecto, en general emprendedor con un proyecto validado, clientes o facturando, ofrece participaciones a las personas que le quieran apoyar, a cambio de su dinero. De este modo, el inversionista puede como tener acciones de esa empresa desde muy poco dinero (el promotor pone el valor de las participaciones) y de esta forma no solo se puede apoyar un proyecto que le interesa, sino ganar dinero en el futuro si ese proyecto tiene éxito.
- **Crowdfunding de préstamos:** En este caso, se produce cuando una persona solicita una cantidad económica y remite la información a un portal especializado en préstamos financiados por la multitud, plataforma de crowdlending. Al respecto, se ha observado que este portal suele hacer un estudio sobre la viabilidad del usuario y le asigna niveles de riesgo, indicando también el interés que tendrá que pagar por el dinero obtenido si finalmente alcanza el objetivo. Y, también, se dan situaciones en las que el propio prestamista determina el interés al que le prestará el dinero. De manera posterior, se difunde la solicitud mediante la plataforma y los prestamistas deciden si prestan dinero y qué cantidad. Si el prestatario recibe lo que ha

pedido, se devolverá el dinero más los intereses, que serán ingresados proporcionalmente en la cuenta de cada uno de los prestamistas o aportantes.

Al respecto, se observa que las principales diferencias entre equity crowdfunding y crowdlending se ha resumido (Gobierno Español, 2018, p. 6) conforme se detalla a continuación:

| | EQUITY CROWDFUNDING | CROWDLENDING |
|------------------|---|--|
| RIESGO | <p>MUY ALTO</p> <p>No existe la obligación de devolver el dinero invertido y sólo en caso de éxito, siendo que la espera normal tiene un horizonte temporal de cinco (5) años aproximadamente.</p> | <p>MODERADO</p> <p>El dinero invertido será reembolsado según un calendario de pagos acordado previamente, el cual tiene un plazo que puede oscilar entre 1 a 5 años.</p> |
| RETORNO | <p>POTENCIALMENTE MUY ALTO</p> <p>Si la puesta en marcha se realiza correctamente, la inversión se puede multiplicar hasta un valor multiplicado por diez (10) de la inversión.</p> | <p>MODERADO</p> <p>El interés se fija por adelantado y se abona según un calendario de pagos pactado previamente.</p> |
| GARANTÍAS | <p>SIN GARANTÍAS</p> <p>Debido a que se otorga la titularidad de acciones.</p> | <p>DEPENDENDE</p> <p>Según el préstamo, pueden existir diversas clases de garantía: personales o reales.</p> |

Lo anterior, nos da un panorama general respecto de las medidas regulatorias que deberán implementarse para el funcionamiento y desarrollo del crowdfunding.

- c) *Las propuestas regulatorias respecto del crowdfunding financiero: puntos a implementar*

1º) *El Proyecto de Ley N° 03083/2017-CR: la propuesta vigente en el Congreso de la República*

(i) *Antecedentes*

En el año 2016, el Centro de Emprendimiento e Innovación de la Universidad del Pacífico, y la Asociación Fintech del Perú (Fintech Perú) elaboraron una Iniciativa Legislativa mediante la cual se propone la “Ley que Regula el Régimen Jurídico de las Plataformas de Financiamiento Participativo – PFP”. En particular, dicha propuesta fue presentada ante el Ministerio de Economía y Finanzas, así como otras instituciones públicas; sin embargo, no se presentó dicha propuesta normativa ante nuestro fuero legislativo.

De manera posterior, un congresista vinculado al partido Fuerza Popular, con fecha 27 de junio de 2018, presentó la referida propuesta normativa, con determinadas modificaciones poco sustanciales, por lo que en la actualidad en el Congreso de la República se encuentra el Proyecto de Ley N° 03083/2017-CR por el cual se propone la “Ley que regula el régimen jurídico de las plataformas de financiamiento participativo”.

(ii) *Contenido*

A continuación, resumimos determinados alcances de la propuesta planteada:

| TEMA | PROPUESTA |
|---|---|
| El ámbito de aplicación de la regulación | <ul style="list-style-type: none">▪ Plataformas que ejerzan sus actividades en el territorio peruano▪ No se encontrarán sujetas a la regulación aquellas actividades ejercidas por personas que utilicen plataformas de páginas web u otros medios electrónicos, mediante la cual se busque obtener financiamiento a través de donaciones, venta de bienes y servicios y préstamos o mutuos sin intereses. |
| Autorización de funcionamiento | <ul style="list-style-type: none">▪ La SMV autorizará el funcionamiento de las plataformas de financiamiento participativo y las inscribirá en el “Registro de Plataformas de Financiamiento Participativo”.▪ Para su autorización y registro ante la SMV, las plataformas deberán presentar a la SMV, entre otros, lo siguiente: (i) el Estatuto Social, en donde se evidencia que el objeto social exclusivo de la sociedad es el propio de una plataforma; (ii) una póliza de seguros |

| | |
|--|---|
| | <p>emitida por una compañía de seguros peruana y registrada ante la Superintendencia de Banca Seguros y AFP, la cual cubrirá el riesgo de deshonestidad; y, (iii) información, a efectos de que la SMV evalúe la idoneidad moral y económica de los socios o accionistas u organizadores de la plataforma.</p> |
| <p>Prohibiciones para las plataformas</p> | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Las plataformas de financiamiento participativo no están autorizadas para ejercer las actividades reservadas a otras empresas supervisadas por la SMV o la SBS. ▪ Las plataformas de financiamiento participativo no podrán en ningún caso realizar actividades tales como: (a) gestionar discrecional y de manera individualizada las inversiones en los Proyectos; (b) realizar recomendaciones personalizadas a los inversionistas sobre los Proyectos; (c) conceder créditos o préstamos a los inversionistas o promotores, entre otros. |
| <p>Características de los Proyectos de Financiamiento Participativo</p> | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Se establece que los Proyectos deberán cumplir con determinados requisitos. ▪ La potestad que la plataforma se reserva el derecho de publicar determinado Proyecto, en caso considere que el promotor o el Proyecto no cumple con lo señalado en la regulación, o por otras consideraciones que estime convenientes. Siendo una decisión que no está sujeta a cuestionamiento por parte del Promotor. ▪ La obligación del Promotor de informar a la plataforma en la que tenga interés publicar el Proyecto, si éste último ha sido rechazado por cualquier motivo en otra plataforma, así como señalar el motivo por el cual fue rechazado de tener conocimiento de ello. ▪ La imposibilidad de imponer un límite a la cantidad de Proyectos que un mismo promotor pueda publicar en una misma PFP. ▪ La obligación si el promotor decidiera publicar más de un Proyecto sólo podrá hacerlo en la plataforma en la cual hubiera publicado un proyecto previo siempre que se encuentre vigente en el proceso de colocación del financiamiento. ▪ Se establece que el promotor deberá presentar respecto del Proyecto información veraz, suficiente, de fácil comprensión, apropiada, oportuna y en idioma castellano, así como una descripción del mismo de forma concisa y en un lenguaje no técnico. ▪ Las plataformas deberán ofrecer toda la información relevante sobre los Proyectos que publiquen en su página web, de modo que todos los potenciales inversionistas puedan tomar una decisión adecuada. |
| <p>Inversionista y límites de inversión</p> | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Se considera que los inversionistas podrán ser: (i) acreditados, esto es, aquellos cuyos ingresos netos, luego de deducidos los impuestos, tengan un ingreso neto superior a más de diez (10) UIT |

| | |
|--|---|
| | <p>en un periodo de doce (12) meses; y, (ii) no acreditados, estos serán aquellos cuyos ingresos netos sean inferiores a los señalados previamente, en un periodo de doce (12) meses.</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Las plataformas se deben asegurar de que ningún inversionista no acreditado se comprometa a invertir o invierta a través de ella montos mayores al cincuenta por ciento (50%) de una (1) UIT, en un periodo de doce (12) meses, en Proyectos publicados por una misma plataforma. |
|--|---|

Fuente: Elaboración propia

De la revisión del proyecto, se coincide que sea la SMV la autoridad encargada de supervisar y regular este mecanismo de financiamiento; sin embargo, se observa que, si bien se pretende regular las modalidades del crowdfunding financiero, dado la naturaleza rígida de una legislación emitida por el Congreso, existe un riesgo evidente respecto a que el contenido no sea lo suficientemente adaptable a la realidad.

En efecto, dado el carácter novedoso del crowdfunding en el mercado peruano, establecer una regulación sumamente detallada implica la existencia de reglas de juego rígidas incapaces de ser adaptadas frente a la realidad que se pretende regular. En particular, una regulación emitida por el fuero legislativo implica que cualquier modificación requiera necesariamente que se pase otra vez por dicho fuero bajo el riesgo de la existencia de un largo tiempo para que se logre esta modificación, lo que denota una incapacidad natural para que la regulación se adapte ante los desafíos que se presenten inmediatamente en la realidad. El carácter innovador de este nuevo esquema de financiamiento requiere de un marco normativo flexible que permita que las disposiciones especiales sean determinadas vía reglamento por el ente supervisor, en este caso la SMV, lo cual brindará seguridad jurídica a todas las partes involucradas.

De manera adicional, se observan en el referido proyecto determinadas prohibiciones y/o limitaciones, así como deberes para las plataformas, promotores e inversionistas que consideramos que, si bien podrían tener una influencia en antecedentes normativos foráneos, lo cierto es que no conocemos en estricto los efectos de la regulación a las decisiones de dichos participantes en el mercado peruano. En efecto, si bien se puede considerar que se otorga seguridad jurídica mediante la regulación, consideramos que un mercado

incipiente en la cual va a existir una autoridad encargada de supervisar, regular y sancionar a los participantes, permite que no sea necesario establecer una regulación regida mediante una legislación emitida desde el Congreso de la República, sino mas bien generar las oportunidades para una posterior reglamentación por parte del regulador en virtud de las condiciones de mercado y los comportamientos que observe en el desarrollo del crowdfunding financiero.

En este punto, por ejemplo, se observa se requiere a la plataforma contar con una póliza de seguros emitida por una compañía de seguros peruana y registrada ante la Superintendencia de Banca Seguros y AFP, la cual cubrirá el “riesgo de deshonestidad”, a fin de obtener la autorización para operar en el mercado. Al respecto, resulta claro que obtener una póliza implica que previamente la compañía de seguros evalúe los riesgos implicados, así como establezca el valor de las primas; sin embargo, esta situación implicaría costos que debe asumir la plataforma para realizar sus actividades, lo que podría afectar sustancialmente a las comisiones que requiera. Lo anterior, podría ser perjudicial para el funcionamiento del crowdfunding en el mercado peruano dado que si las primas son altas podría generar desincentivos para la existencia de plataformas de financiamiento colectivo o para el diseño de un modelo de negocio orientado al financiamiento de emprendimientos o Mypes, lo cual constituye el objeto de la iniciativa bajo análisis.

De manera adicional, con relación a los límites para los inversionistas no acreditados, resulta oportuno que el propio mercado en su evolución permita al regulador determinar aquel monto adecuado para estos límites en las inversiones. En efecto, conforme se ha expuesto previamente, el principal elemento de defensa para el inversionista resulta ser la diversificación, por lo que establecer límites no resulta una medida adecuada para cumplir con el objetivo vinculado con la protección de los inversionistas.

2º) *El Proyecto de Ley elaborado por la SMV: una propuesta en el tintero*

(i) *Antecedentes*

En el año 2017, mediante Oficio N° 070-2017/SMV, la SMV remitió al Ministerio de Economía y Finanzas un proyecto de ley para regular el crowdfunding relacionado al mercado de valores.

En particular, mediante el referido proyecto se planteaba incorporar el Título XVII – “Plataformas de Financiamiento Participativo de Valores” a la Ley de Mercado de Valores, aprobada mediante el Decreto Legislativo N° 861 y normas modificatorias, con el fin de establecer el marco regulatorio y de supervisión de las plataformas que promocionen la colocación, adquisición u oferta de valores mobiliarios.

Al respecto, cabe destacar que dicha propuesta se mantiene en el Ministerio de Economía y Finanzas, no habiéndose presentado aún ante el Congreso de la República.

(ii) *Contenido*

A continuación, resumimos los alcances de la propuesta planteada:

| TEMA | PROPUESTA |
|---|--|
| <p>Administradores de las Plataformas de Financiamiento Participativo de Valores</p> | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Sociedad Anónima con objeto social exclusivo. ▪ Capital mínimo de constitución ▪ Domicilio fiscal en territorio nacional. ▪ Pueden ser otras entidades bajo supervisión de la SMV, bajo ciertas condiciones. ▪ Reguladas y supervisadas por SMV ▪ Promueve sistema directo entre promotores e inversionistas para materializar las inversiones. No puede ejecutar actividades reservadas a las entidades autorizadas por la SBS y SMV ▪ Verificarán el cumplimiento de los límites establecidos por la SMV respecto de los inversionistas. ▪ Debe actuar con la “debida diligencia” para asegurar que la información publicitada en las plataformas sea completa y tenga información sobre el promotor y el proyecto de financiación. ▪ Ofrecen el servicio de análisis e identificación de los riesgos de los proyectos de financiación participativa, así como de cualquier otra variable que contribuya a que los inversionistas puedan tomar decisiones de inversión adecuadamente informados. |

| | |
|---|--|
| Condiciones de la oferta de valores | <ul style="list-style-type: none"> ▪ No son objeto de inscripción en el Registro ni de supervisión ▪ Debe brindar información relevante sobre el proyecto y los promotores. ▪ SMV podrá establecer monto máximo de oferta, monto máximo ofertado y número máximo de ofertas durante un ejercicio económico. |
| Responsabilidad por negligencia | <ul style="list-style-type: none"> ▪ El administrador de las plataformas debe contar con una póliza de seguros, carta fianza o depósito a la orden de la SMV para hacer frente a la responsabilidad por negligencia de su actividad. |
| Límites de inversión | <ul style="list-style-type: none"> ▪ SMV podrá establecer límites a los inversionistas, diferenciando si son inversionistas institucionales o no, por monto máximo de inversión en una emisión, monto máximo de inversión durante un ejercicio económico y porcentaje máximo de inversión sobre el monto total de una oferta |
| Reduce los costos de transacción al conectar la necesidad de capital del agente promotor con el inversionista. | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Riesgo de fraude o incumplimiento de pago por parte de los promotores, lo cual sería asumido por la masa de aportantes. |
| Función de la plataforma | <ul style="list-style-type: none"> ▪ La plataforma puede calificar a los proyectos en función del riesgo que representen y en base a la evaluación del proyecto o el perfil del empresario o emprendedor. Esto contribuye a promover una adecuada planificación de los esquemas de negocio. |

Fuente: Elaboración propia

De la revisión del proyecto, se coincide que sea la SMV la autoridad encargada de supervisar y regular este mecanismo de financiamiento; sin embargo, se observa que, dicha propuesta se limita a vincularse con el esquema de valores. No obstante, conforme hemos expuesto, el protagonista resulta ser el inversionista en el financiamiento colectivo de préstamo o de valores, dado que espera una rentabilidad de su inversión, por lo que limitar el ámbito del financiamiento colectivo a valores no resulta una medida adecuada. Además, la evaluación realizada a diversos promotores potenciales de nuestro país evidencia que el segmento Mype no tendría incentivos para acceder al mecanismo de valores y, por el contrario, tendría mayor interés en un mecanismo de financiamiento a través de deuda.

3º) *La regulación propuesta: confección de una adecuada regulación respecto del crowdfunding financiero*

En este punto, resulta interesante mencionar el planteamiento de Bradford, respecto del objetivo de la regulación, al afirmar que “la regulación del mercado de valores no tiene sentido si el costo de esta excede el beneficio esperado, por lo que la exigencia de un deber de registro debería ser requerido solo cuando la ganancia esperada excede su costo esperado”⁴⁵ (Bradford, 2001, p. 23). De este modo, el referido autor señala que los beneficios de las obligaciones, que buscan trasladar determinada información a los inversionistas, deben correlacionarse con el tamaño de la oferta, por lo que cuanto mayor sea esta mayores serán las pérdidas potenciales y por lo tanto mayor el beneficio de registro⁴⁶.

De acuerdo a lo expuesto, si concluimos que la regulación tradicional genera mayores costos –considerando sus costos fijos y variables– que beneficios en el caso de ofertas de baja cuantía o volumen, existe justificación para plantear una propuesta regulatoria intermedia o parcial con menores exigencias.

Estas reglas de juego deben considerar que el encuentro entre los inversionistas y promotores se realiza en internet, y cualquier persona con medios y voluntad de invertir puede hacerlo fácilmente. Sin embargo, la forma de negociación a gran escala también muestra diversos riesgos que deben mitigarse mediante una regulación que proteja los intereses de los inversores y sancione la mala praxis (Berenguer, 2016, p. 11).

Al respecto, la OCDE ha resaltado que los gobiernos de todo el mundo siguen impulsado las actividades de financiamiento colectivo, mediante cambios en la regulación que permita eliminar las incertidumbres jurídicas y garantizar una

⁴⁵ Traducción propia.

⁴⁶ Asimismo, el mencionado autor señala que “the costs and benefits of regulating securities offerings are a function not just of the amount of the offering, but also of the amount of regulation. The choice is not simply between full registration or nothing at all. Offerings can be partially regulated without requiring the issuer to file a registration statement and to deliver a prospectus to all offerees. Rule 504 itself is an illustration of partial regulation” (Bradford, 2001, p. 31).

Traducción libre: “los costos y beneficios de regular las ofertas de valores son una función no solo del monto de la oferta, sino también de la cantidad de regulación. La elección no es simplemente entre el registro completo o nada en absoluto. Las ofertas pueden estar parcialmente reguladas sin requerir que el emisor presente una declaración de registro y entregue un prospecto a todos los participantes. La regla 504 en sí es una ilustración de una regulación parcial”.

adecuada protección de los inversores, y facilitando que las empresas puedan captar financiamiento a través de estas plataformas (2018, p. 12).

En esa línea, la regulación del crowdfunding debería darse en dos etapas diferenciadas (i) la etapa legislativa, en donde el Congreso de la República permita el funcionamiento del crowdfunding en sus diversas modalidades, así como se establezcan determinadas definiciones y/o características, potestades de autorización, supervisión, vigilancia y sanción al ente regulador, así como determinadas prohibiciones para salvaguardar los intereses de los participantes; y, (ii) la etapa de regulación por reglamentación del supervisor, en donde el ente encargado emita normativa que permita establecer las reglas de juego con relación a la obtención de la autorización correspondiente para la plataforma, respecto de la información que deben brindar los participantes del crowdfunding al ente supervisor.

a) Una legislación especial que permita el funcionamiento del crowdfunding financiero

En particular, mediante una legislación especial emitida por el Congreso de la República que permita el funcionamiento del crowdfunding financiero en el mercado peruano.

Lo anterior implica que la regulación legislativa contenga de manera clara una definición de las plataformas, inversionistas, y promotores, dado que permite reconocer a los participantes del crowdfunding, así como debe contener una definición del financiamiento colectivo financiero y los tipos que pueden desarrollarse.

De igual manera, esta legislación debe definir al crowdfunding financiero como un mecanismo separado de los mecanismos de intermediación tradicional, así como establecer los alcances y prohibiciones de las plataformas respecto de este tipo de financiamiento colectivo. Al respecto, con relación a los alcances de las plataformas estos deben estar vinculados a que las plataformas funcionen con la autonomía necesaria, pero de manera adecuada, estableciendo deberes, limitaciones y prohibiciones, así como las sanciones en caso no cumplan con estos aspectos.

En este punto, dado que la plataforma es el punto de encuentro entre el inversor y el promotor, esta debería asumir la principal carga regulatoria, pudiendo trasladar dicha carga mediante requisitos y/o exigencias a los participantes. En atención a ello, no resulta necesario establecer obligaciones al inversor y el promotor dado que estos deberán cumplir con las condiciones que establezca la plataforma para poder acceder a la misma. En efecto, al centrarse la regulación en la plataforma se permite una adecuada persecución de conductas contrarias al buen funcionamiento del mercado.

De manera adicional, la regulación legislativa debe permitir al supervisor establecer ciertos derechos y/u obligaciones entre el inversor y el promotor del proyecto, para salvaguardar los intereses de los inversionistas, así como la posibilidad de sanción a un promotor que utilice de manera indebida el crowdfunding (estos, para desincentivar conductas que afecten el funcionamiento de este mecanismo de financiamiento). Al respecto, dada las características distintas del crowdfunding financiero, dichos aspectos deberían ser sometidos a una experiencia previa en el propio mercado, para determinar el nivel de regulación con relación a este aspecto, dado que, por ejemplo, el grado de información del inversionista en el equity crowdfunding y crowdlending no resultará la misma, siendo necesario que el regulador encargado analice el mercado peruano para establecer obligaciones al promotor en caso estime oportuno, para salvaguardar los intereses de los inversionistas.

En atención a ello, la regulación legislativa solo debería permitir el funcionamiento del crowdfunding, así como otorgar al ente supervisor designado amplias facultades para realizar sus funciones, en especial, respecto de las plataformas, tales como: (i) la capacidad para recibir información, siendo que la regulación debe otorgar autoridad al supervisor para recibir y/o recabar información de las plataformas; (ii) la capacidad de obtener de manera periódica los estados financieros de las plataformas para conocer su posición financiera; (iii) facultades de inspección que debe poseer la autoridad, *in situ* y fuera del establecimiento; (iv) la capacidad de definir mediante reglamentación los tipos de mala conducta que podrían estar presente en el desarrollo del crowdfunding; y, (v) la capacidad de sancionar conductas contrarias a la legislación y la reglamentación mediante un régimen de sanción, claramente

especificado, y con sanciones monetarias y no monetarias, incluyendo decisiones administrativas como la suspensión de actividades u otras consecuencias (Herrera, 2016, p. 26-35).

En ese sentido, la autoridad competente debe tener la potestad de emitir disposiciones de carácter general, siendo que la legislación debe ceñirse a los aspectos previamente mencionados.

De manera complementaria, la legislación debe permitir al supervisor encargado la posibilidad del uso de la exploración regulatoria para determinar cuáles son los requisitos que va a exigir a determinadas plataformas para que funcionen en el mercado. En este punto, es oportuno destacar que el regulador debe tener la flexibilidad de exigir pólizas de seguros y/o capitales mínimos para que brinde sus autorizaciones; sin embargo, debido a que estos aspectos involucran la presencia de costos para las plataformas se debe evaluar el impacto de ciertas medidas regulatorias, por lo que la exploración preliminar brindará información valiosa para conocer la manera correcta de cómo el mercado peruano se adapta al crowdfunding financiero, así como qué medidas debe adoptar el regulador para salvaguardar los intereses de los inversionistas.

De este modo, lo anterior permite ordenar el escenario regulatorio mediante la imposición de deberes, limitaciones y prohibiciones a las plataformas como aquellas instituciones encargadas del funcionamiento del crowdfunding financiero, así la carga regulatoria no afectará directamente a los inversionistas y/o promotores, sino que estos aspectos le serán repercutidos de manera indirecta, esto por la necesidad de la plataforma de cumplir con sus deberes frente al regulador, tales como: (i) administración de riesgos; (ii) prevención de conflictos de interés; (iii) identificación de clientes; (iv) prácticas societarias y de auditoría.

Finalmente, para brindar mayores elementos para el desarrollo del crowdfunding resultará oportuno brindar incentivos tributarios a los inversionistas para que observen como un mercado atractivo financiar proyectos mediante crowdfunding financiero.

b) La reglamentación de la autoridad mediante medidas generales y exploración regulatoria

Debe existir una legislación que permita al supervisor emitir medidas generales de regulación para el funcionamiento adecuado del crowdfunding financiero, así como la posibilidad de realizar exploraciones regulatorias.

Al respecto, es importante destacar que, si bien legislaciones de otros países han llegado a un nivel de regulación del crowdfunding mediante legislación emitida por el parlamento, lo cierto resulta ser que no existe certeza si la misma se adaptará totalmente a la realidad del mercado peruano. En atención a ello, resulta necesario que se permita al supervisor emitir normas generales que regulen el funcionamiento del crowdfunding financiero para que, una vez se permita su uso en el mercado peruano, emita las normas que considere adecuadas para salvaguardar los intereses en juego.

Al respecto, deberán considerarse los siguientes riesgos inherentes a las operaciones de las plataformas de financiamiento colectivo:

| Categoría del riesgo | Riesgos para la plataforma | Causas |
|--|---|--|
| Riesgo de fraude | Riesgo que los préstamos no sean devueltos | Información insuficiente sobre el promotor. Falta de necesidad de autorización previa para operar. Evaluación insuficiente sobre la capacidad de pago del promotor |
| Riesgo operacional | Vulnerabilidad ante ataques cibernéticos | Limitada capacidad técnica para hacer frente al riesgo de fraudes informáticos. |
| Lavado de activos o financiamiento de terrorismo | Mecanismo para realizar actividades fraudulentas o de blanqueo de capitales | Normativa no aplicable para las plataformas de financiamiento colectivo. En el caso del Perú, el marco legal ya contempla la obligación de las plataformas de financiamiento colectivo de reportar información a la UIF. |

En este punto, conforme lo hemos expuesto previamente, entre equity crowdfunding y crowdlending existen diferencias respecto del grado de riesgo, el nivel de retorno y la existencia de garantías. En particular, el esquema del *crowdlending* sería viable para las microempresas y pequeñas empresas y, por otro lado, el esquema del *equity crowdfunding* sería viable en mayor medida para emprendimientos –pues los microempresarios no accederían a este mecanismo debido al bajo monto de sus necesidades de capital y, por su parte, las pequeñas empresas no tendrían incentivos suficientes para la emisión de acciones–, lo que denota que el supervisor tiene un reto distinto para cada tipo de *crowdfunding* financiero.

En atención a ello, mediante una reglamentación posterior, se pueden establecer con claridad los alcances del derecho de información de los inversionistas y de las obligaciones de la plataforma en relación a cada tipo de crowdfunding, de manera adicional de aquellas establecidas en la legislación.

Si bien no es objeto del presente trabajo, es importante precisar cuál sería el régimen de protección aplicable al inversionista o promotor. Al respecto, si estos califican como consumidores finales bajo los términos del Código de Protección al Consumidor, o se encuentran dentro de la protección excepcional que brinda dicho marco legal a los microempresarios, el Indecopi sería competente para resolver conflictos entre la plataforma y el inversionista o promotor. Sin embargo, en los casos en que sea necesaria la interpretación de las normas bajo competencia de la SMV, se sugiere que el Indecopi tenga la obligación de solicitar un informe técnico a dicho regulador, replicando el esquema previsto en la Ley 29782, Ley de Fortalecimiento de la Supervisión del Mercado de Valores.

Por otro lado, es importante mencionar que, a la fecha, la plataforma de financiamiento colectivo que opera en nuestro país (como Afluenta) y otras plataformas de lending mantienen límites a las tasas de interés, pues estas no son entidades financieras reguladas por la Superintendencia de Banca y Seguros por lo que les resulta aplicable los límites para operaciones activas, conforme a lo previsto por el Código Civil. Este aspecto también debe ser considerado en el marco legal de las plataformas de financiamiento colectivo, a fin de evaluar la pertinencia de aplicar las mismas condiciones de libertad en

la fijación de tasas de interés para el supuesto de financiamiento colectivo a través de préstamos, considerando que realizan una actividad similar a las empresas del sistema financiero, aunque no conlleven la captación de recursos del público. Al respecto, resulta relevante evaluar si debe mantenerse la diferencia de trato entre las entidades financieras y las no financieras respecto de la libertad en la fijación de tasas de interés, o por el contrario, debe promoverse la igualdad de condiciones y oportunidades para competir en el mercado de créditos en aplicación del principio de «equidad» (Yuta, 2017).

Es importante resaltar que de acuerdo a una reciente publicación de ASBANC, existen evidencias que permiten concluir que «la imposición de límites a las tasas de interés ha tenido efectos adversos en la medida en que restringe la oferta de crédito» (ASBANC, 2017), por lo que la regulación especial debería considerar eliminar dichos límites y promover su libre determinación, lo cual permitiría fomentar la inclusión financiera y el acceso de capital para los segmentos cuyo perfil de riesgo sea mayor, como es el caso de la Mype. De lo contrario, se limitaría el acceso de dicho segmento a este esquema alternativo de financiamiento, así como el potencial de escalabilidad de las plataformas de financiamiento colectivo para captar inversiones del exterior, pues constituiría un desincentivo para los inversionistas potenciales y nos hará menos competitivos frente a la oferta de plataformas disponible a nivel global.

- (i) Propuesta de regulación respecto de plataformas de crowdfunding de préstamo

Hemos observado que existen tres (3) protagonistas en el crowdfunding; sin embargo, quien permite el funcionamiento del mismo es el inversor, dado que, sin él, no sería posible la conclusión del proceso de financiamiento. En atención a ello, el marco regulatorio debe tener especial cuidado respecto de los incentivos o desincentivos que aquel para participar en un financiamiento colectivo.

En particular, respecto de los tipos de inversionista, “el más característico corresponde al pequeño inversor no profesional (Rubinton, 2011) cuyas carteras son relativamente pequeñas y no cabe esperar el uso de herramientas sofisticadas en la gestión de su portafolio. En esta línea, DeMiguel et al. (2009),

Thaler (1993) y Benartzi y Thaler (2001) evidencian que la diversificación simplista (naive diversification) es una estrategia de inversión eficiente en términos de rentabilidad y riesgo” (Roig Hernando; Soriano Llobera, 2015, p. 309)

Por otra parte, debería establecerse mecanismos vinculados a la necesidad de diversificación de los inversionistas, en especial, los pequeños. Medidas como esta tendrían un doble efecto: (i) reduce el riesgo del inversionista; y, (ii) brinda la oportunidad para que diversas propuestas sean financiadas.

Lo anterior pone en evaluación si resulta necesario establecer límites a promotores e inversionistas, respecto de la oferta y el monto máximo de inversión. La pregunta que surge al respecto es ¿cómo se determinarán dichos límites a fin de que no resulte arbitrario?; más aún, tomando en cuenta que éstos deberán considerar las diferencias existentes en el perfil de riesgo de los promotores potenciales, a los que se pretende incluir en este mecanismo de financiamiento (emprendimientos, micro y pequeñas empresas), así como de los inversionistas con distinto nivel de asimetría de información (inversionista *retail*, sofisticado o institucional).

Al respecto, consideramos que el riesgo de crédito, en el esquema de deuda, se reduce mediante la diversificación de la inversión entre diversas ofertas. De manera adicional, debe recordarse que el hecho que una propuesta sea presentada no significa necesariamente que sea difundida en la plataforma y, posteriormente, sea financiada por los inversionistas.

Por otra parte, el rigor en la selección de proyectos a ser publicados es mayor en las plataformas de deuda. En este tipo de plataformas, aunque su promedio de solicitudes es mayor, el porcentaje de proyectos lanzados es solo de 18 %, siendo que de estos, a su vez, solo el 38 % es exitoso (Rentería, 2016, p. 41), conforme se detalla a continuación:

| ESTATUS DE LOS PROYECTOS | PROMEDIO | MÍNIMO | MÁXIMO |
|----------------------------------|-----------------|---------------|---------------|
| Total de proyectos recibidos | 1796 | 4 | 6614 |
| Porcentaje de proyectos lanzados | 18 % | 6 % | 50 % |

| | | | |
|----------------------------------|------|------|-------|
| Porcentaje de proyectos exitosos | 39 % | 15 % | 100 % |
|----------------------------------|------|------|-------|

Lo anterior implica que la propia plataforma podría constituir un elemento para la generación de confianza en los inversionistas, siendo un elemento relevante para la reducción de los riesgos.

En atención a ello, establecer límites por monto de inversión no resulta razonable para las plataformas de préstamo, siendo que los riesgos vinculados deberían solucionarse mediante una adecuada diversificación de las inversiones, que podría generarse mediante mecanismos implementados por la propia plataforma tales como establecer o informar que no debe realizarse una inversión total, así como el fortalecimiento de las plataformas para que tenga mecanismos de evaluación apropiados.

Ahora bien, respecto de los límites por inversionista, estos deberían enfocarse en los inversores no acreditados y sobre la base de un porcentaje máximo de inversión respecto del total de sus ingresos, mas no por un monto máximo de inversión.

En ese sentido, consideramos que la reglamentación de la SMV respecto de las plataformas de préstamo debería recoger, al menos, los siguientes aspectos:

| OBLIGACIONES DE LA PLATAFORMA | MEDIDA NECESARIA |
|---|---|
| Las plataformas deben cumplir ciertos requisitos de publicidad | La información sobre los riesgos para los inversionistas debe publicarse en la página web de la plataforma. |
| Las plataformas de crowdfunding deben realizar un análisis del riesgo de los proyectos | Examen del proyecto financiero propuesto, la evaluación del nivel de riesgo para los inversionistas, sin que implique recomendación alguna de inversión |
| Las plataformas de crowdfunding deben publicar información detallada sobre la evaluación del riesgo que se ha realizado a los proyectos | Las plataformas tienen que realizar la publicación de las comprobaciones llevadas a cabo durante el proceso de selección de proyectos para fortalecer la capacidad de los inversionistas para tomar decisiones informadas |
| Las plataformas de crowdfunding deben establecer distintas categorías de inversionistas | A los inversionistas sólo se les debería permitir poder invertir en oportunidades diseñadas para individuos con su perfil |
| Las plataformas de crowdfunding deben establecer | Los inversionistas sólo deberían estar facultados para invertir un importe máximo por proyecto, |

| | |
|---|---|
| límites de inversión para los inversionistas | dentro de cierto periodo de tiempo. Límites de inversión por proyecto para asegurar la diversificación del riesgo asumido por el inversionista, especialmente en el caso de los no acreditados. De plantearse alguna limitación por inversor, esta debería aplicarse para los inversionistas no acreditados y no limitar sobre la base de un monto máximo de inversión sino por un porcentaje de sus ingresos. Al respecto, se puede utilizar como parámetro el porcentaje utilizado en las políticas de prevención del sobreendeudamiento. |
| Las plataformas de crowdfunding deben estar facultadas a solicitar información a los inversionistas y promotores para determinar su perfil | Las plataformas deben tener la capacidad de requerir información personal, dirección, información sobre el estatus financiero o la solvencia y sobre los antecedentes penales de inversionistas y promotores |
| Las plataformas de crowdfunding deben encontrarse facultadas a prohibir el acceso a su página web a inversionistas y promotores bajo causal de posible fraude | Las plataformas deben tener la capacidad de prohibir el acceso a su página web a inversionistas y promotores si tuvieran razones para concluir que el inversionista o promotor pueden actuar de forma fraudulenta, una vez realizado la labor de verificación correspondiente |
| Las plataformas de crowdfunding deben asegurarse la administración permanente de los créditos | Las plataformas deben contar con acuerdos en vigor para garantizar que los préstamos continuasen siendo administrados si cerrase la plataforma |
| Las plataformas de crowdfunding deben ser autorizadas por la autoridad competente determinando que la persona natural encargada tenga integridad y solvencia | La autoridad competente debe evaluar como requisito comprobar que la persona natural que dirige la plataforma de crowdfunding reúne los estándares de competencia, capacidad, integridad y solvencia financiera. |
| Las plataformas de crowdfunding deben estar obligadas a adoptar medidas para identificar y gestionar los potenciales conflictos de interés | Las plataformas, sus socios, gestores o empleados deben tener limitaciones para evitar que tengan intereses económicos en el proyecto de negocio de los promotores |
| Las plataformas de crowdfunding deben gestionar los fondos de manera separada a su propio patrimonio | Las plataformas que gestionen dinero de los inversionistas y promotores deberían ser obligadas a separar el dinero de sus clientes del suyo propio |

- (ii) Propuesta de regulación respecto de plataformas crowdfunding de valores (equity)

La oferta potencial de este esquema de financiamiento se concentra en el segmento de emprendimientos y en menor medida en las pequeñas empresas, lo cual evidencia una demanda reducida de esta alternativa de inversión. Por

otro lado, la tasa de creación empresarial o emprendimiento en nuestro país es del 24.6%, no obstante, la tasa de innovación empresarial equivale al 14,9%, muy por debajo de lo que registran otros países desarrollados y a nivel de Latinoamérica⁴⁷. Por lo tanto, en este modelo de inversión existe un mayor riesgo de retorno para los inversionistas y un alto nivel de desconfianza de estos respecto a la gestión de negocios de baja escala o emprendimientos.

Todo esto nos lleva a la conclusión de que las plataformas de financiamiento colectivo en la modalidad de valores se desarrollarían sobre la base de un mercado potencial con más oferta que demanda, por lo menos en la etapa inicial de su implementación.

En ese sentido, se hace necesario un mayor impulso de este esquema de financiamiento, minimizando las cargas regulatorias que incrementen el costo de acceso al mercado de las plataformas interesadas y permitan desarrollar la confianza de los inversionistas.

Por tanto, la etapa de exploración preliminar permitirá que el regulador absuelva las siguientes interrogantes: (1) ¿es adecuado establecer límites de inversión?; 2) ¿cuáles serían estos límites?; 3) ¿qué requisitos se deben flexibilizar y qué medidas de protección resultan aplicables?; 4) ¿existen incentivos en las plataformas para involucrarse con los emprendimientos?; 5) ¿qué incentivos tienen y cómo es que la regulación puede contribuir a no limitarlos y más bien impulsarlos?; (6) ¿debe exigirse una póliza de seguros a las plataformas a fin de que operen en el mercado?.

Para responder a estas interrogantes, se plantea la implementación de un régimen de autorización provisional para las plataformas de financiamiento en el esquema de valores. Así, se reducirán los costos de acceso de las plataformas –que durante el periodo de prueba no estarán sometidas a las condiciones de autorización previstas en el marco legal general– lo cual incentivará el ingreso de empresas con modelos de negocio destinados a financiar emprendimientos, sin la aplicación de “barreras de entrada para su implementación”. Además, una exploración preliminar permitirá al regulador

⁴⁷ Canadá (43.2%), Australia (28.5%), Reino Unido (27.1%) y países de Latinoamérica como Colombia (16.5%) y Chile (57%).

identificar las cargas y exigencias necesarias, que no desincentiven el desarrollo de estos esquemas innovadores y promuevan una intervención mínima.

Luego de esta fase de experimentación, el regulador podrá establecer qué exigencias resultan aplicables a los modelos de negocio de dichas plataformas y a los riesgos del sector, sin limitar su potencial de crecimiento.

En esa línea, en un primer momento se puede dar uso al *regulatory sandbox* dado que es un mecanismo idóneo para la evaluación del crowdfunding en nuestro país, que permite conocer los riesgos potenciales de dicha alternativa de financiamiento, así como las características de su oferta y demanda. De este modo, el regulador podrá plantear un marco regulatorio especial que brinde ciertos lineamientos para la operatividad y seguridad de las plataformas que brinden este servicio en un momento preliminar.

Durante este proceso, que consta de tres etapas (aplicación, implementación y experimentación), se debe asegurar el cumplimiento de ciertas condiciones mínimas que permitan proteger a los inversionistas y eviten situaciones de fraude o incumplimientos que afecten la confianza en el sistema. En ese sentido, en la fase de aplicación, las plataformas deberán presentar su solicitud para evaluación de la SMV, que definirá si se autoriza su ingreso al régimen de autorización temporal.

Durante la etapa de implementación (que tiene un plazo determinado), se flexibilizan algunos requisitos o condiciones de autorización para que las plataformas puedan experimentar en el marco de límites y restricciones mínimas previamente determinadas, además de ciertos mecanismos de protección para los inversionistas o promotores. Al respecto, se proponen las siguientes condiciones mínimas, en línea con lo recomendado por la FCA:

- (I) Actividades de periodo de prueba deben dirigirse a un número determinado de clientes, que estén informados sobre los riesgos asociados.
- (II) Otorgar mecanismos de resolución de conflictos o reclamos derivados de las operaciones de la plataforma.

- (III) Recursos mínimos que debe exigirse a la plataforma para responder frente a pérdidas eventuales durante el periodo de prueba derivadas de riesgos operativos propios de su gestión.
- (IV) Determinar, dependiendo del caso o el tipo de modelo de negocio presentado, los requisitos mínimos de información y transparencia.

En la etapa de experimentación, el regulador deberá identificar ciertos lineamientos de protección mínima en atención a los tres pilares que sustentan la protección del mercado de valores. En este punto resumimos los aspectos a tener en cuenta:



Fuente: Elaboración propia

Además, para impulsar el desarrollo del mercado de crowdfunding de valores, será necesario evaluar el impacto de diversos factores: (i) probabilidad de financiamiento de las campañas; (ii) probabilidad de éxito de las campañas; (iii) tasa de morosidad de este tipo de financiamiento; (iv) concentración del mercado; y, (v) volumen de financiamiento.

De este modo, el modelo de experimentación regulatoria o *sandbox* lograría una sinergia entre el sector privado y la autoridad reguladora que permitirá conocer con más detalle el entorno de financiamiento colectivo y de este modo

delimitar la reglamentación aplicable que se adapte a dicho modelo y que mitigue adecuadamente los riesgos sin limitar la innovación.

Cabe destacar que, de acuerdo a la publicación del BID respecto a las FINTECH y las innovaciones en América Latina, se recomienda el desarrollo de bancos de prueba regulatorios o regulatory sandboxes a fin de establecer un "diálogo más directo entre la industria Fintech en general y los supervisores y reguladores para entender la naturaleza de los negocios y la regulación y permitir una transición más suave para las plataformas y emprendimientos Fintech y sus entes de control hacia una supervisión basada en las verdaderas actividades de la industria" (BID, 2017, pp. 89-90); posición que valida la propuesta planteada.

En ese sentido, el regulatory sandbox resulta un esquema idóneo para la evaluación del crowdfunding de valores en nuestro país, que permita conocer de mejor manera los riesgos potenciales de dicha alternativa de financiamiento, así como las características de su oferta y demanda. De este modo, el regulador podrá plantear un marco regulatorio especial que brinde ciertos lineamientos para la operatividad y seguridad de las plataformas que brinden este servicio.

5. Conclusiones

- La SMV debe encargarse de la supervisión y regulación de las plataformas de financiamiento colectivo, en las modalidades de préstamo y valores.
- Debe aprobarse un marco legal general para las plataformas de financiamiento colectivo; sin embargo, debe dejarse la reglamentación a cargo del regulador para brindar flexibilidad y seguridad jurídica a todas las partes interesadas.
- La SMV debe emitir una reglamentación especial para las plataformas de financiamiento colectivo en la modalidad de préstamo, que establezca condiciones mínimas de operatividad y otros requisitos que permitan una adecuada protección del inversionista.
- Debe autorizarse a la SMV la creación de un *sandbox* regulatorio que permita otorgar autorizaciones temporales a las plataformas de valores; esto, a fin de

identificar adecuadamente los riesgos de este esquema de financiamiento y definir cuáles serán las exigencias y condiciones mínimas de operatividad que permitan el desarrollo de las plataformas con este modelo de negocio y, a su vez, brinden una adecuada protección al inversionista. Una vez culminada esta etapa, la SMV podrá emitir la reglamentación aplicable a este tipo de plataformas.



BIBLIOGRAFÍA

1. Recursos electrónicos

- Association Global Entrepreneurship Research, & (GERA). (2016). *Global Entrepreneurship Monitor 2016/17*.
- Aliaga Farfán, J., & Tejada, F. T. (2004). Protegiendo la integridad del mercado de valores peruano. *Ius et Veritas* 28, 39–54.
- Álvarez, S. (2014). El “Equity Crowdfunding” o Financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación. *Cuadernos de Derecho Y Comercio*, Núm. 61, 13–58.
- Alogna, Ivano. The Circulation of Legal Models: Towards the Evolution of Environmental Law. (2014). Disponible en: <https://www.researchgate.net/publication/305487973/download>.
- Arata Delgado, Carlos Enrique. CONASEV y protección al inversionista: límites en el rol del regulador. *Ius et Veritas*, N° 39 (2009). Disponible en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/12174/12739>.
- Asbanc (2017). Límites a tasas de interés generan efectos negativos en crecimiento económico. Disponible en: <https://www.asbanc.com.pe/Informes%20de%20Prensa/Topes%20Tasas%20de%20Inter%C3%A9s.pdf>.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2014). Crowdfunding en México. Cómo el poder de las tecnologías digitales está transformando la innovación, el emprendimiento y la inclusión económica. Informe FOMIN. Disponible en: <http://www.fomin.org/enus/home/knowledge.aspx?idPublication=104681>.
- Berenguer, Emma. Crowdfunding: Una nueva alternativa de financiación. Nota técnica de la División de Investigación del Instituto Internacional San Telmo. Diciembre (2016)
- BBVA Innovation Center. (2015). Crowdfunding. La alternativa financiera para inversores y emprendedores. Disponible en: https://www.centrodeinnovacionbbva.com/sites/default/files/ebook-crowdfunding-una-alternativa-financiera-para-emprendedores-e-inversores_1.pdf.
- Beatriz Herrera García. (2011). Análisis Estructural de las MYPEs y PYMEs. *Revista de La Facultad de Ciencias Contables de La UNMSM (QUIPUKAMAYOC)*,

- 18(35), 69–89. Disponible en: <http://revistasinvestigacion.unmsm.edu.pe/index.php/quipu/article/viewFile/3706/2970>.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2017). FINTECH. Innovaciones que no sabías que eran de América Latina. Disponible en: <https://publications.iadb.org/handle/11319/8265?locale-attribute=es&>.
- Banco Interamericano de Desarrollo. (2004). Desarrollo emprendedor. América Latina y experiencia internacional. Disponible en: <https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/442/DesarrolloEmprendedor.pdf?sequence=2>.
- Blanco Barón, Constanza. La información como instrumento de protección de los consumidores, los consumidores financieros y los inversionistas consumidores. Opinión Jurídica, [S.l.], v. 11, N° 21, julio (2014). Disponible en: <https://revistas.udem.edu.co/index.php/opinion/article/view/532>
- Bradford, C. S. (2001). Securities Regulation and Small Business: Rule 504 and the Case for an Unconditional Exemption. Journal of Small and Emerging Business Law, 5, 1–47.
- Camacho Clavijo, S. (2016). El Crowdfunding: Régimen Jurídico de la Financiación Participativa en la Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial. Revista CESCO de Derecho de Consumo No 17, 85–115.
- Cambridge Centre for Alternative Finance. (2017). Crowdfunding in East Africa: Regulation and Policy for Market Development. Report, (January). Disponible en: https://www.ibs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2017-eastafrika-crowdfunding-report.pdf.
- Castañeda, C. P. (2014). Es necesaria una mayor promoción del mercado alternativo de valores. Revista de La Cámara de Comercio de Lima.
- Choy, M., Costa, E., & Churata, E. (2015). Radiografía del costo del crédito en el Perú. Disponible en: <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Documentos-de-Trabajo/2014/documento-de-trabajo-07-2014.pdf>
- Comisión Multisectorial de Inclusión Financiera. (2015). Estrategia Nacional de Inclusión Financiera. Perú. Lima.
- Crowdfund Capital Advisors. (2015). The CCA Balanced Stakeholder Framework. Disponible en: <http://crowdfundcapitaladvisors.com/the-cca-balanced-stakeholder-framework/>.

- Crowdfunding México. (2016). Las mejores prácticas internacionales para el desarrollo de los ecosistemas de crowdfunding. México.
- Cuesta, Carmen; Fernández de Lis, Santiago; Roibas, Irene; Rubio, Ana; Ruesta, Macarena; Tuesta, David; Urbiola, Pablo. Crowdfunding en 360°: alternativa de financiación en la era digital (2014) Disponible en: <https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2014/10/Observatorio-crowdfunding-vf.pdf>
- Choy, Marylin y Chang, Giancarlo. Medidas Macroprudenciales aplicadas en el Perú Serie de Documentos de Trabajo. BCRP. DT. N° 2014-007. Series, abril 2014. Disponible en:
- Dirección de Estudios Económicos de MYPE e Industria. (2015). Anuario Estadístico Industrial, Mipyme y Comercio Interno. Ministerio de La Producción. Disponible en: <http://www.produce.gob.pe/documentos/estadisticas/anuarios/anuario-estadistico-mype-2015.pdf>.
- Dirección General de MYPE y Cooperativas. (2011). Plan Nacional para la Productividad y Competitividad de las MYPE. Disponible en: http://www2.produce.gob.pe/RepositorioAPS/2/jer/PLAN_MYPE_2011_2021/propuesta-plan-mype-2011-2021.pdf.
- EY. (2017). As FinTech evolves, can financial services innovation be compliant? The emergence and impact of regulatory sandboxes — in the UK and across Asia-Pacific. Disponible en: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-the-emergence-and-impact-of-regulatory-sandboxes-in-uk-and-across-apac/\\$FILE/ey-the-emergence-and-impact-of-regulatory-sandboxes-in-uk-and-across-apac.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-the-emergence-and-impact-of-regulatory-sandboxes-in-uk-and-across-apac/$FILE/ey-the-emergence-and-impact-of-regulatory-sandboxes-in-uk-and-across-apac.pdf).
- El Comercio (2017). Comex Perú: Mypes siguen aumentando, pero formalización no avanza. Recuperado de: <https://elcomercio.pe/economia/negocios/informalidad-micro-pequenos-negocios-peru-noticia-noticia-448518>.
- Encuesta Nacional de Financiamiento de las Empresas (2015). México. Recuperado:<http://www.beta.inegi.org.mx/proyectos/encestablecimientos/especiales/enafin/default.html>.
- Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN). Miembro del Grupo BID. (2015). Creación de un ecosistema de crowdfunding En Chile. Disponible en: <http://www.agendaproductividad.cl/wp-content/uploads/sites/22/2014/10/BID-Fomin.-Ecosistema-crowdfunding-en-Chile1.pdf>.
- Galarza, J. P. (2013). Demanda de institucionales por emisiones de medianas empresas. Capitales, 10–11.

- García Ocampo, M. D. G. (2017). Esquemas Regulatorios que Facilitan la Innovación en Tecnología Financiera: Caso de “ Regulatory Sandboxes ” (Análisis descriptivo internacional). México.
- Ghezzi, P. (2015). La diversificación productiva en su primer año. Disponible en: http://demi.produce.gob.pe/images/publicaciones/publi8deb73168a940b196_64.pdf.
- Gutiérrez López, Cristina; Fernández Fernández, José Miguel. Evolución del proceso de regulación bancaria hasta Basilea-2: origen, características y posibles efectos. Pecvnia: Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de León, junio, 2006. Disponible en: <http://revpubli.unileon.es/index.php/Pecvnia/article/view/734>
- Glisovic, J., & Martínez, M. (2012). Financiamiento de pequeñas empresas: ¿Qué papel desempeñan las instituciones microfinancieras? Enfoques, 81, 16.
- Global Entrepreneurship Research Association. (2017). Global Report 2017/18. Disponible en: <http://www3.weforum.org/docs/GCR2017-2018/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2017%E2%80%932018.pdf>.
- Govup, B. (2012). Sandbox: Digital banking y regulación. Disponible en: <http://www.gov-up.com/blog/sandbox-digital-banking-y-regulacion/>.
- Gobierno de España. Nuevas Formas de Financiación Colaborativa. Disponible en: <https://www.mecd.gob.es/cultura-mecd/areas-cultura/industriasculturales/financiacion.html>.
- González, Ángel; Ramos, Javier. Informe anual del crowdfunding en España 2017 (2017). Disponible en: <https://www.universocrowdfunding.com/datos-crowdfunding-espana/>
- Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores. (2017). La financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica. Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores. Disponible en: <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2017/03/estudiocompleto.pdf>.
- IOSCO. (2015). Crowdfunding 2015 Survey Responses Report. The Board of the International Organization of Securities. Disponible en: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf>.
- IOSCO. (2017). IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech).
- Herrera, Diego. Alternative Finance (Crowdfunding) Regulation in Latin America and the Caribbean (2016). Disponible en

<http://publications.iadb.org/handle/11319/7837>

- Jansson, T., Rosales, R., & Westley, G. (n.d). Principios y prácticas para la regulación y supervisión de las microfinanzas. Washington, D.C.: BID, 2003.
- León Castillo, J., & Schreiner, M. (1998). Financiamiento para las Micro y Pequeñas Empresas. Algunas Líneas de Acción. Economía.
- López-Aliaga, Rafael; Souza Debarbieri, Lorenzo. La Intermediación Financiera y Banca de Inversiones en el Perú. Derecho & Sociedad, Núm. 12 (1997). Disponible en <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoysociedad/article/view/16674/17007>
- Mendiola Cabrera, A., Aguirre Gamarra, C., Alatrística Severino, y. L., Lévano Rojas, F., & Vera Carrasco, C. (2015). El mercado alternativo de valores como mecanismo de financiamiento para la mediana empresa: propuesta normativa de mejora. Lima, Perú: ESAN Ediciones, 2015.
- Mendiola Cabrera, A., & Mendiola, A. (2016). Estructura alternativa de financiamiento de medianas empresas a través del mercado de valores peruano. Lima : Universidad ESAN, 2016.
- Menéndez Andrés, M. (2017). Fintech y nuevas técnicas de financiación sostenible desde la óptica de la regulación del sistema financiero. Revista de Responsabilidad Social De La Empresa, (25), 91-105.
- Mendiola Cabrera, A. 1. (2014). Emisión de acciones de empresas peruanas en el mercado financiero internacional: factores de éxito, beneficios y riesgos. Lima: Universidad ESAN, 2014.
- Ministerio de la Producción. (2017a). Estudio de la situación actual de las empresas peruanas, 182.
- Ministerio de la Producción. (2017b). LAS MIPYME EN CIFRAS 2015. Disponible en: <http://demi.produce.gob.pe/publicacionDetalle?idp=543>.
- Ministerio de la Producción (2011). Plan Nacional para la Competitividad y Productividad de las Mypes 2011-2021. Disponible en: http://www2.produce.gob.pe/RepositorioAPS/2/jer/PLAN_MYPE_2011_2021/propuesta-plan-mype-2011-2021.pdf.
- Mollick, E. (2014). Journal of Business Venturing The dynamics of crowdfunding : An exploratory study. Journal of Business Venturing, 29(1), 1–16. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005>.
- OCDE/CEPAL/CAF. (2016). Perspectivas económicas de América Latina 2017: Juventud, competencias y emprendimiento. Paris. Disponible en:

<http://dx.doi.org/10.1787/leo-2017-es>.

OCDE. Financiamiento de Pymes y Emprendedores 2018: Un marcador de la OCDE. 2018. Disponible en: <https://www.oecd.org/cfe/smes/SPA-Highlights-Financing-SMEs-and-Entrepreneurs-2018.pdf>.

Pablo Bazerque, Marcelo Echague, I. O. y otros. (2017). La Financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica.

Paolantonio, M. (2010). El Derecho del Mercado de Capitales. Derecho Comercial Del Consumidor y de la Empresa, pp. 261–270.

Paolantonio, M. (2011). Deber de información, prospecto y responsabilidad civil en la oferta pública inicial de valores negociables. Derecho Comercial del Consumidor y de la Empresa, 3, 245–271.

Paolantonio, M. (2014). Introducción a la Financiación Colectiva (Crowdfunding) en el Mercado de Capitales. Derecho Comercial del Consumidor y de la Empresa, V(2), 287–293. Disponible en: http://works.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1180&context=martin_paolantonio&sei-redir=1&referer=http://scholar.google.com.co/scholar?q=Crowdfunding:+An+Infant+Industry+Growing+Fast+iosco&btnG=&hl=en&lr=lang.

Payet Puccio, J. A. (2007). Fusiones, adquisiciones y la información en el Mercado de Valores. Themis, 54, 135–175.

Pazmiño Hernández, María Fernanda; Castañeda Sánchez, José Alexander; Real, Yolanda; Nivar Arias, Olga María. Actividades Fintech para PYMES. Estudio sobre la financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica (2017). Disponible en <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2017/03/CAPITULO-5.pdf>

Pineda Galarza, J. (2016). 17. Financiamiento en el MAV frente al sistema -nanciero.pdf. Capitales, pp. 10–11.

Pineda Galarza, J. (2017). 21. Factores de éxito en el financiamiento alternativo para medianas empresas. Procapitales, 10–11.

Pineda Galarza, John. Diferenciando la Intermediación directa y la intermediación indirecta: Retos pendientes en el mercado de capitales. Boletín de la Revista Ethos - Asociación Jurídica (2011). Disponible en: https://works.bepress.com/john_pineda_galarza/4/

Programa de Estadísticas y Estudios Laborales. (2006). Boletín de Economía Laboral. Disponible en:

- http://www.trabajo.gob.pe/archivos/file/estadisticas/peel/bel/BEL_34.pdf.
- Payet, José Antonio. Razones para regular el mercado de valores. En: Themis. 2da. época. No. 93. Lima, recogido en: Pareja Palomino, Julio; Valverde Casas, Nicolás; Isla Rodríguez, Paulo César. Hechos de Importancia: "Protección al Inversionista o la búsqueda de un mercado más eficiente": a propósito de la aprobación de Resolución No. 005-2014-SMV-01. Ius et Veritas, N° 48 (2014). Disponible en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/11929>.
- PWC (2016). Encuesta de Empresas Familiares 2016: resultados para Perú. Recuperado de: <https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/pwc-encuesta-empresas-familiares-2016.pdf>.
- Restrepo E, María Isabel y Restrepo O, Diana Constanza. et al. (2009) Inestabilidad financiera y regulación: una reseña a partir de la crisis financiera de 2008. Perfil de Coyuntura Económica, No. 13. Universidad de Antioquia Colombia. Disponible en: <http://www.scielo.org.co/pdf/pece/n13/n13a2.pdf>
- Rodríguez, C. E., & Sierralta Patrón, X. (2016). El problema del financiamiento de la microempresa en el Perú. IUS ET VERITAS.
- Rodríguez Fernández, Soledad. Crowdfunding y economía participativa. Estudio sobre la financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica (2017). Disponible en <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2017/03/CAPITULO-6.pdf>
- Ruesga C. (2015). Línea base del proyecto "Aceleración del Ecosistema de Crowdfunding". Disponible en: http://www.crowdfundingmexico.mx/uploads/8/7/7/2/87720184/reporte_ejecutivo_v4.pdf.
- Rodríguez de las Heras Ballell, Teresa. El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos. Revista Pensar en Derecho, N° 3, Año 2 (2013). Disponible en: <http://www.derecho.uba.ar/publicaciones/pensar-en-derecho/revista-3.php>
- Rentería, César. Las plataformas de crowdfunding en América Latina. Abril (2016) Disponible en: https://www.researchgate.net/publication/309728456_Las_plataformas_de_crowdfunding_en_America_Latina
- Sotomayor, N. L. (2003). Micro Banking in Peru. Its Regulatory and Supervisory Framework. Aportes: Revista Mexicana de Estudios sobre la cuenca del Pacífico, 3(5), 21-42.

- SBS. (2016). Encuesta Nacional de Demanda de Servicios Financieros y Nivel de Cultura Financiera en el Perú.
- Secretaría General de Felaban. (2016). II Informe de Inclusión Financiera 2016. FELABAN.
- Silva, Magali. El acelerado crecimiento de las Fintech y los desafíos para su regulación (2017). Disponible en <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/moneda-171/moneda-171-08.pdf>
- Serra Puente Arnao, Gerardo. La Regulación en los Mercados Financieros: Perspectivas. Derecho & Sociedad, Núm. 32 (2009). Disponible en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoysociedad/article/view/17455/17734>
- Soto Chavez, R. (2006, October). El costo del crédito en el Perú. Revista Moneda Del Banco Central de Reserva del Perú, 5–11.
- Soriano Llobera, Juan Manuel; Roig Hernando, Jaume. Crowdfunding de préstamos para PyMEs en España: Un análisis empírico. "Estudios de economía aplicada", vol. 33, núm. 1 (2015). Disponible en <https://upcommons.upc.edu/handle/2117/26049>
- Stiglitz, J. (2002). 77. El malestar en la globalización. (Taurus, Ed.). Colombia. Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera de Colombia. (2016). Alternativas de regulación del crowdfunding.
- Villarán, F (2000). Las PYMEs en la estructura empresarial peruana. Servicios para el desarrollo (SASE). Disponible en: <http://decon.edu.uy/network/panama/VILLARAN.PDF>.
- Yañez, O. (2018). Fintech en la industria financiera: Nuevos espacios de desarrollo y convergencia regulatoria. Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Chile. Disponible en: <https://www.sbif.cl/sbifweb/servlet/Publicaciones?indice=15.3&idPublicacion=456&idContenido=11942&idCategoria=2523>.
- Ziegler T., et al, (2017). The 2017 Americas Alternative Finance Industry Report. Cambridge Center for alternative finance. Disponible en: https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2017-05-
- Zunzunegui, Fernando. Shadow Banking, Crowdfunding y seguridad jurídica (2015). Disponible en <http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2014/01/zunzunegui-shadow-banking-crowdfunding-y-seguridad-jurdica.pdf>.

- Hooghiemstra, Sebastiaan & de Buysere, Kristof. (2016). The Perfect Regulation of Crowdfunding: What Should the European Regulator Do?. Disponible en https://www.researchgate.net/publication/300558496_The_Perfect_Regulation_of_Crowdfunding_What_Should_the_European_Regulator_Do
- Sánchez, G. J. (2013). Poder de mercado, intermediación financiera y banca: Un enfoque de organización industrial. Economía, 36(71), 75-106. Disponible en <https://search-proquest-com.up.idm.oclc.org/docview/1416787892?accountid=41232>
- Yuta, María del Carmen. ¿Desventajas competitivas en la regulación del crédito? (2017) Disponible en: <https://legis.pe/desventajas-competitivas-regulacion-credito-maria-del-carmen-yuta/>
- Valdez Paredes, Doris. Una visión panorámica de la Regulación Financiera en el Perú: A propósito de la crisis económica mundial. Entrevista al Doctor Guillermo Ferrero Álvarez-Calderón. Derecho & Sociedad, Núm. 32 (2009). Disponible en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechosociedad/article/view/17446/17725>

2. Páginas web

- www.Afluenta.pe
- www.pitchbull.com
- www.smv.gob.pe
- www.yotepresto.com
- www.bcr.gob.pe
- www.indecopi.gob.pe
- www.mef.gob.pe
- www.produce.gob.pe
- www.pwc.pe
- www.gob.mx/cnbv
- www.congreso.gob.pe
- www.asbanc.com.pe