

Universidad de Lima
Facultad de Humanidades
Carrera de Derecho



Análisis legal del Equity Crowdfunding: ¿Cómo regularlo para convertirlo en un mecanismo atractivo, seguro y viable de financiamiento?

Tesis para optar el Título Profesional de Abogado

Adrian Tovar Ayllón
Código 20111470

Asesor
Alonso Morales Acosta

Lima – Perú

9 de octubre del 2018



**ANÁLISIS LEGAL DEL EQUITY
CROWDFUNDING ¿CÓMO REGULARLO
PARA CONVERTIRLO EN UN MECANISMO
ATRACTIVO, SEGURO Y VIABLE DE
FINANCIAMIENTO?**

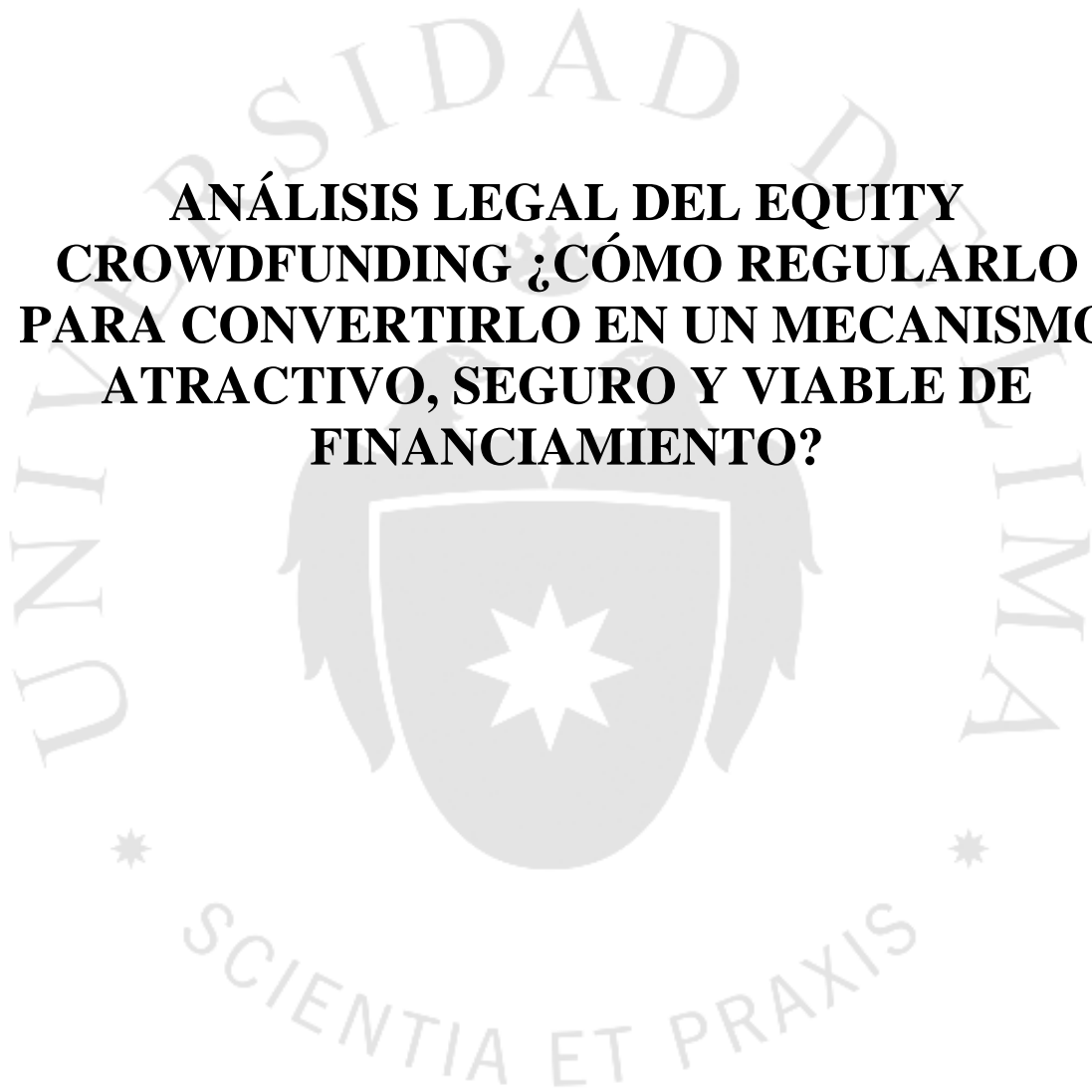


TABLA DE CONTENIDOS

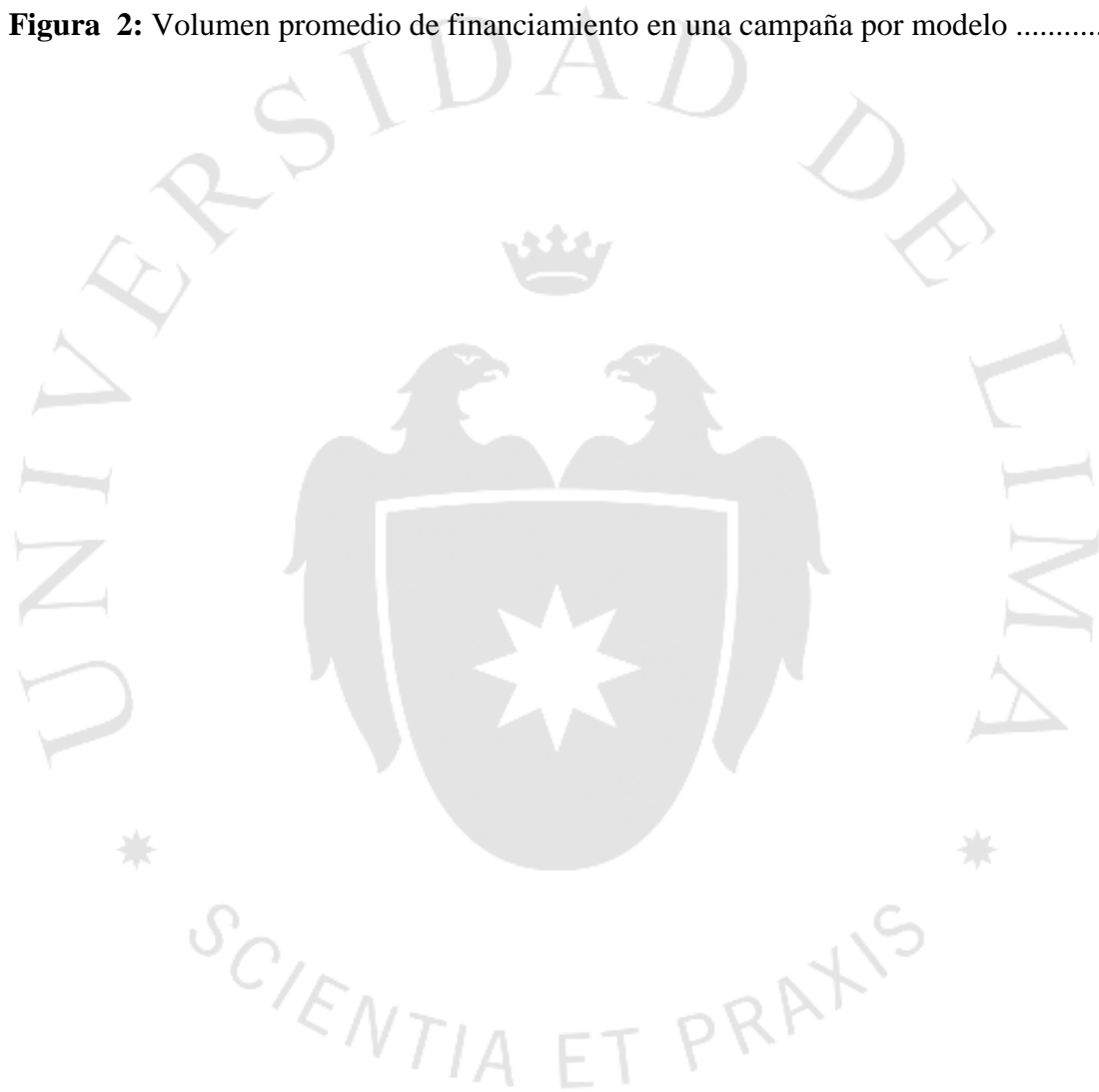
INTRODUCCIÓN.....	1
GLOSARIO DE TÉRMINOS.....	4
CAPITULO I: CROWDFUNDING, ENTENDIENDO EL FENÓMENO.....	10
1.1. Viendo la fotografía completa.....	11
1.2. Evolución y tipología	12
1.3. Panorama de la industria a nivel global	15
1.3.1. Información macroeconómica	15
1.3.2. Principales Plataformas a nivel global.....	17
1.4. Equity Crowdfunding.....	19
1.4.1. Funcionamiento y dinámica.....	19
1.4.2. Ventajas y desventajas a comparación de otras modalidades de Crowdfunding y financiamiento de inversionistas profesionales	24
1.4.3. Principales actores e incentivos para participar en el mercado	27
1.4.4. Falla del mercado	32
1.4.5. Tendencias	35
1.5. Conclusiones	37
CAPÍTULO II: LA SABIDURÍA DE LAS MASAS.....	40
2.1. Un Cambio de Paradigma	40
2.2. Inteligencia colectiva en la práctica.....	41
2.2.1. Crowdsourcing aplicado a la solución de problemas.....	41
2.2.2. Crowdsourcing aplicado a la predicción de sucesos.....	43
2.2.3. Crowdsourcing aplicado a la elaboración de estrategias de negocios	45
2.3. Condiciones clave	46
2.4. ¿Funciona la sabiduría de las masas en un contexto de financiamiento?	48
2.4.1. Cumplimiento de las condiciones	48
2.4.2. Evidencia práctica.....	49
2.5. Conclusiones	52
CAPÍTULO III: ESTADO DEL ECF EN EL PERÚ.....	54
3.1. Situación del financiamiento a Startups y Mypes en el Perú.....	54
3.1.1. Financiamiento por Empresas del Sistema Financiero	54
3.2. Actuales fuentes alternativas de financiamiento para Mypes	56
3.2.1. Redes de Inversionistas Ángeles.....	56
3.2.2. Firmas de capital de riesgo (<i>Venture Capital</i>) y aceleradoras	57

3.2.3.	Incubadoras	57
3.2.4.	Financiamiento del Estado.....	58
3.2.5.	ECF como otra alternativa	58
3.3.	Situación legal del ECF.....	60
3.3.1.	Pronunciamiento Inicial	60
3.3.2.	Regulación actual del mercado de valores: altas barreras de entrada.....	61
3.3.3.	Proyectos de ley en curso.....	69
3.4.	Conclusiones	70
CAPÍTULO IV: ¿CÓMO REGULAR EL EQUITY CROWDFUNDING EN PERÚ?.....		72
Subcapítulo I Un tipo especial de Oferta Pública		74
4.1.1.	¿Registrar o no registrar?.....	74
4.1.2.	Revelación de información durante la oferta	78
4.1.3.	Responsabilidad por el contenido del Formulario de Oferta y demás documentos informativos durante la campaña.....	95
4.1.4.	Participación de intermediarios y estructuradores	97
4.1.5.	Tamaño máximo de la oferta	99
4.1.6.	Destinatarios de la oferta y límites de inversión.....	103
4.1.7.	Limitaciones a la transferencia	113
4.1.8.	Reglas adicionales.....	114
4.1.9.	Conclusiones	118
Subcapítulo II Reglas aplicables al emisor		121
4.2.1.	Obligaciones informativas	121
4.2.2.	Comunicaciones entre el emisor y el público	130
4.2.3.	Aplicabilidad de reglas sobre información privilegiada	140
4.2.4.	Conclusiones.....	141
Subcapítulo III Relación de las Plataformas con los emisores		144
4.3.1.	Proceso de debida diligencia en la admisión	144
4.3.2.	Adquisición por la Plataforma de participación en los emisores.....	150
4.3.3.	Conclusiones	153
Subcapítulo IV Relación de la Plataforma con los inversionistas		155
4.4.1.	Admisión de usuarios.....	155
4.4.2.	Información para el inversionista	157
4.4.3.	Control de los límites de inversión	159
4.4.3.	Manejo de fondos.....	160
4.4.4.	Canales de comunicación.....	164
4.4.5.	Confirmación de la transacción	165

4.4.6. Resolución de denuncias y reclamos	166
4.4.7. Conclusiones	171
Subcapítulo V Relación de las Plataformas con el regulador	173
4.5.1. Denominación, definición y demarcación de su actividad	175
4.5.2. Autorización y registro ante el Regulador	180
4.5.3. Obligaciones permanentes para con el regulador	187
4.5.4. Regulatory Sandbox.....	192
4.5.5. Plataformas Extranjeras y Ofertas Transfronterizas	196
4.5.6. Conclusiones	202
Subcapítulo VI Respuesta jurídica ante el fraude	204
4.6.1. Herramientas actualmente disponibles en el ordenamiento jurídico peruano	204
4.6.2. ¿Qué puede aportar la Ley de Crowdfunding?	210
4.6.3. Conclusiones	214
CAPÍTULO V: PONIENDO A PRUEBA EL DERECHO SOCIETARIO PERUANO.....	215
5.1. Tipos societarios disponibles	215
5.1.1. ¿Qué tipo societario sería el aplicable a los emisores de una Oferta Pública Exenta?.....	215
5.1.2. ¿Existen normas especiales aplicables a las S.A.A. que puedan considerarse un obstáculo para los emisores?.....	216
5.1.3. Modificaciones legislativas necesarias	218
5.2. Control y administración de la sociedad	219
5.3. Representación de las acciones y manejo de la matrícula de acciones	223
5.3.1. Tratamiento actual y problemática	223
5.3.2. Posibles soluciones	224
5.4. Toma de acuerdos	229
5.5. Pactos especiales	232
5.6. Utilización de vehículos adicionales	236
5.7. Conclusiones	238
CONCLUSIONES GENERALES.....	241
LISTA DE REFERENCIAS.....	245

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Volumen de financiamiento y crecimiento por regiones	16
Figura 2: Volumen promedio de financiamiento en una campaña por modelo	17



ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Plataformas con mayores volúmenes de financiamiento al 2014.....	18
Tabla 2: Plataformas de ECF con mayores volúmenes de financiamiento al 2014.....	19
Tabla 3: Estado de compañías financiadas vía ECF.....	52
Tabla 4: Créditos directos por tipo de empresa	55
Tabla 5: Costos de realizar ofertas públicas en el Perú	66
Tabla 6: Estándar de presentación de información financiera (EE.UU)	90
Tabla 7: Estándar propuesto para presentación de información financiera.....	92
Tabla 8: Límites de financiamiento anuales por país	99
Tabla 9: Ejemplos de financiamientos de Startups en América Latina.....	102
Tabla 10: Comparación de definiciones de inversionistas acreditados	108

INTRODUCCIÓN

¿Cómo puedo financiar mi negocio? Es la pregunta que se hace todo emprendedor, ya sea que busque comenzar desde cero una compañía o expandir una ya existente. Lamentablemente, en cualquier parte del mundo, las fuentes tradicionales de financiamiento son de difícil acceso para las compañías jóvenes debido al riesgo que les es inherente. Los bancos comerciales y demás clases de entidades financieras suelen cobrar intereses demasiado altos, además de solicitar el otorgamiento de garantías. Las firmas de capital de riesgo y redes de inversionistas ángeles son pocas como para cubrir la demanda por financiamiento, normalmente se enfocan únicamente en ciertas clases de negocios, y la competencia para ser financiadas por ellas es muy dura. Los programas de promoción del gobierno no son una solución real, y los amigos y familiares difícilmente puedan otorgar financiamiento en los volúmenes necesarios.

Si bien las barreras para obtener financiamiento son altas, ello no significa que no existan recursos suficientes en la economía para satisfacer la demanda. El problema es que estos recursos están muy dispersos y no encuentran caminos para ser asignados de manera más eficiente. Como consecuencia, las decisiones de qué financiar y qué no financiar queda en las pocas manos de aquellas personas que manejan, por sí solas, grandes cantidades de recursos. Afortunadamente, estamos en el siglo XXI, en medio de una revolución digital que viene ofreciendo alternativas de solución a muchos problemas, y éste es uno de ellos.

El público en general tiene una infinidad de recursos infrautilizados, ya sean bienes, espacios físicos, espacios virtuales, medios de transporte, recurso humano, capital, etc. El problema es que estos potenciales ofertantes no encuentran a los demandantes de tales recursos. Frente a esto, han surgido en los últimos años plataformas virtuales cuyo giro de negocio consiste en proveer un canal para poner en contacto a ofertantes y demandantes de bienes y servicios. Estas tecnologías disruptivas están invadiendo variedad de mercados, como el transporte, alojamiento, gastronomía, etc; y tienen una enorme escalabilidad y capacidad para brindar un uso más eficiente al recurso del que se trate. Y es ahora el turno de la industria financiera.

Desde hace ya algunos años, vienen funcionando en ciertos países del mundo, plataformas virtuales que ponen en contacto a empresarios que buscan financiar sus negocios con el público en general, quienes invierten en los mismos bajo una serie de modalidades. Estas son las llamadas plataformas de *Crowdfunding*. La presente investigación se centra en una de sus modalidades que, aunque no sea aquella que representa el mayor volumen financiado, es la modalidad que presenta mayores obstáculos regulatorios para su desarrollo. Me refiero al Equity Crowdfunding, modalidad basada en la emisión pública de acciones u otras clases de valores representativos de participación en el capital, a cambio de financiamiento.

Hasta el momento, Perú es ajeno a estas clases de plataformas. El Equity Crowdfunding, si bien no es regulatoriamente prohibido, sí es regulatoriamente inviable dada la naturaleza de las empresas que buscan financiarse con esta modalidad, me refiero a Startups, micro y pequeñas empresas. Esto significa que una regulación especial es necesaria para que el Equity Crowdfunding se convierta en alternativa de financiamiento en el Perú, donde existe una evidente brecha, sobre todo en relación a los tipos de empresas antes mencionados.

El objetivo de esta tesis es analizar los principales temas que una regulación especial sobre Equity Crowdfunding debería abordar y realizar propuestas concretas sobre cómo regular cada aspecto. La piedra angular de las propuestas es mantener la viabilidad de la industria. Y para ello es necesario que el marco regulatorio encuentre un equilibrio entre los intereses de empresarios y plataformas, y la seguridad de los inversionistas. Un desequilibrio, ya sea debido a una regulación demasiado laxa y permisiva, o muy estricta y proteccionista, puede resultar fatal para el surgimiento del Equity Crowdfunding en el Perú.

Este trabajo abordará la regulación que se necesitará en relación a varios aspectos. Estos aspectos se dividirán básicamente en las siguientes categorías: (i) reglas que rigen la oferta pública, (ii) las reglas aplicables a los emisores (iii) reglas que regulan la relación entre las Plataformas con los emisores, (iv) reglas que regulan la relación de las Plataformas con los inversionistas, (v) reglas relativas a la relación de las Plataformas con la SMV, y (vi) reglas sobre las consecuencias legales en casos de fraude. También se encuentra dentro del alcance de este trabajo el análisis, desde la perspectiva societaria, del Equity Crowdfunding con la finalidad de identificar potenciales limitaciones y plantear propuestas de solución.

Cabe recalcar que subyace a esta propuesta, y a la propia idea del Equity Crowdfunding, un cambio de paradigma. Las personas comunes y corrientes, tratados como ignorantes e incapaces por la teoría del mercado de valores, son capaces analizar e identificar valor y financiar buenas compañías, no necesitando de la excesiva protección que, muchas veces, los reguladores buscan plasmar en la ley. Al regular el Equity Crowdfunding, el Estado está tratando con personas capaces de tomar decisiones de inversión, cuya libertad para asumir riesgos debe ser reconocida y respetada por la ley.



GLOSARIO DE TÉRMINOS

- 1) **ECF:** siglas para referirse a Equity Crowdfunding.
- 2) **CAVALI:** es CAVALI S.A. I.C.L.V. Actualmente es la única institución de compensación y liquidación de valores autorizada en Perú.
- 3) **Código Civil:** “Código Civil” peruano de 1984, aprobado por Decreto Legislativo N° 295.
- 4) **Código Penal:** “Código Penal” peruano de 1991, aprobado por Decreto Legislativo N° 635.
- 5) **Código de Protección y Defensa del Consumidor:** Es el Código de Protección y Defensa del Consumidor aprobado por Ley N° 29571.
- 6) **CONASEV:** siglas para Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores. Es la anterior denominación de la SMV.
- 7) **Due Diligence:** término en inglés que significa ‘debida diligencia’. Se trata de una evaluación que se hace sobre cierta persona o compañía para determinar su estado desde diferentes perspectivas, principalmente la contable, financiera y la legal.
- 8) **Emisor(es):** persona jurídica que realiza una oferta pública de valores.
- 9) **Empresa:** una unidad económica constituida por una persona natural o jurídica, bajo cualquier forma de organización o gestión empresarial que tiene como objeto desarrollar actividades de extracción, transformación, producción, comercialización de bienes o prestación de servicios

10) Exchange Act: es el *Securities Exchange Act* aprobado en 1934 por el Congreso de Estados Unidos de América.

11) FCA: Financial Conduct Authority. Es el organismo público encargado de la regulación del mercado financiero de Reino Unido.

12) Inversionistas acreditados: son personas naturales o jurídicas que por sus condiciones económicas y experiencia demuestran una mayor aptitud para tomar decisiones de inversión y que suelen tener, por este motivo, un tratamiento legal diferenciado. Suelen considerarse inversionistas acreditados, por ejemplo, los bancos, administradoras privadas de fondos de pensiones, empresas de seguros, personas naturales con un gran patrimonio neto, entre otros. Los parámetros exactos pueden variar dependiendo de las leyes de cada país. Para fines de la presente investigación, el término se empleará de manera genérica, sin hacer referencia a ninguna regulación particular, salvo que se diga expresamente lo contrario.

13) Inversionistas institucionales: son aquellos inversionistas considerados como tales de acuerdo a los parámetros del Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales.

14) JOBS Act: significa Jumpstart Our Business Act. Es una ley promulgada en 2012 por el presidente Barack Obama y que, entre otros aspectos, creó el marco legal aplicable a ciertas modalidades de Crowdfunding en Estados Unidos.

15) LAVCA: Latin American Private Equity & Venture Capital Association.

16) Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: es “Ley de Fomento de la Financiación Empresarial” aprobada por ley 5/2015 en España en 2015 para regular el Crowdfunding.

17) Ley Fintech Mexicana: es la “Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera” aprobado por Decreto publicado en el Diario Oficial den la Nación con fecha 09 de marzo de 2018.

18) LGS o Ley General de Sociedades: es la “Ley General de Sociedades” aprobada por Ley N° 26887

19) LMV: es la “Ley del Mercado de Valores”, cuyo Texto Único Ordenado fue aprobado por Decreto Supremo N° 093-2002-EF.

20) LTV: es la “Ley de Títulos Valores” aprobada por Ley N° 27287.

21) Manual para Ofertas Públicas: Es el “Manual para el cumplimiento aplicables a las ofertas públicas de valores” aprobado por Resolución de Gerencia General 211-98-EF/94.1.1

22) Microempresa: tomando los parámetros del Decreto Supremo 013-2013-PRODUCE, como una referencia, se trata de una Empresa cuyas ventas anuales alcancen las 150 UIT (150 UIT equivalen a S/622,500.00 según valor de la UIT al 2018). Esta definición puede variar de país en país.

23) Mype: término que engloba a las microempresas y pequeñas empresas.

24) Normas sobre la preparación de información financiera: son las “Normas sobre preparación y presentación de Estados Financieros y Memoria Anual por parte de las entidades supervisadas por la Superintendencia del Mercado de Valores”, aprobadas por Resolución SMV N° 016-2015-SMV-01.

25) Normas sobre Organización de Entidades: son las “Normas sobre la organización de entidades que requieren autorización de la SMV” aprobadas por Resolución SMV N° 039-2016.

26) Oferta Pública Exenta u Oferta: clase de oferta pública que, de acuerdo a la propuesta planteada en el Capítulo IV, se caracteriza principalmente por (i) ser realizada a través de una PFC, (ii) cumplir con un tamaño máximo, y (iii) estar exenta de registro en el RPMV.

27) Pequeña empresa: tomando los parámetros del Decreto Supremo 013-2013-PRODUCE como una referencia, se trata de una Empresa cuyas ventas anuales sean superiores a las 150 UIT y hasta el monto máximo de 1700 UIT (1700 UIT equivalen a S/ 7'055,000.00 según valor de la UIT al 2018). Esta definición puede variar de país en país.

28) Plataforma de Financiamiento Colectivo, Plataformas o PFC: entidad cuyo giro de negocio consiste en poner en contacto, mediante el uso de páginas de internet, a promotores de proyectos que buscan financiamiento, con el público en general.

29) Promotor(es): persona o conjunto de personas que buscan financiamiento a través de una Plataforma de Financiamiento Colectivo.

30) Proyecto de Ley: Proyecto de Ley N° 3083/2017 – CR, Ley que regula el régimen jurídico de las plataformas de financiamiento participativo – PFP presentado el 27 de junio de 2018 por la bancada del partido Fuerza Popular.

31) Reglamento de Agentes de Intermediación: es el “Reglamento de Agentes de Intermediación” aprobado por Resolución SMV N° 034-2015-SMV-01.

- 32) Reglamento de Abuso de Mercado:** es el “Reglamento contra el Abuso de Mercado Normas sobre uso indebido de Información Privilegiada y Manipulación de Mercado”, aprobado por Resolución SMV N° 005-2012-SMV-01.
- 33) Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos:** es el “Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos” aprobado por Resolución SMV N° 019-2015-SMV-01.
- 34) Reglamento de Entidades Estructuradoras:** es el “Reglamento de Entidades Estructuradoras del Mercado de Valores” aprobado por Resolución SMV N° 142-2014-SMV-02.
- 35) Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada:** es el “Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada” aprobado por Resolución SMV N° 005-2014-SMV-01
- 36) Reglamento del Mercado Alternativo de Valores:** es el “Reglamento del Mercado Alternativo de Valores MAV”, aprobado por Resolución SMV N° 025-2012-SMV-01.
- 37) Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales:** es el “Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales” aprobado por Resolución SMV N° 021-2013-SMV-01
- 38) Reglamento de Oferta Pública Primaria:** es el “Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios” aprobado por Resolución CONASEV N° 141-98-EF-94.10.

39) Regulation Crowdfunding: son las reglas finales aprobadas por la SEC en 2015 para reglamentar las disposiciones del Título III del JOBS Act conjuntamente con su exposición de motivos. Estas reglas forman parte del Título 17 del *Code of Federal Regulations* de Estados Unidos.

40) RPMV: Registro Público del Mercado de Valores administrado por la SMV.

41) RBV: Registro de la Bolsa de Valores de Lima.

42) Startup: compañía en etapa inicial que se encuentra en proceso de desarrollar su producto o servicio. Suelen caracterizarse por su escalabilidad, en otras palabras, un potencial de rápido crecimiento.

43) SAB: siglas para Sociedad Agente de Bolsa, una entidad regulada en la LMV.

44) SIV: siglas para Sociedad Intermediaria de Valores, una entidad regulada en la LMV.

45) SEC: siglas para Securities Exchange Commission. Es el organismo regulador del mercado de valores en los Estados Unidos de América.

46) Securities Act: es el *Securities Act* aprobado en 1933 por el Congreso de Estados Unidos de América para regular el mercado de valores.

47) SMV: siglas para la Superintendencia del Mercado de Valores. Es el órgano supervisor del mercado de valores en el Perú.

48) UIT: Unidad Impositiva Tributaria.

CAPITULO I: CROWDFUNDING, ENTENDIENDO EL FENÓMENO

Nueva York, 1885. La Estatua de la Libertad, un regalo de Francia al gobierno de Estados Unidos y uno de sus monumentos más emblemáticos, se encontraba ya en suelo norteamericano a la espera de ser ensamblada. ¿El problema?, faltaban fondos suficientes para construir su pedestal, US\$ 250,000 dólares para ser precisos, que equivaldrían a unos US\$ 6.3 millones actualmente (BBC News, 2013). El alcalde de Nueva York no estaba dispuesto a usar fondos públicos, ni tampoco el Congreso. Por su parte, el comité creado para recaudar los fondos necesarios estaba aún lejos de reunir esa cantidad. Mientras tanto, los gobiernos de Baltimore, Boston, San Francisco y Philadelphia habían ofrecido financiar el pedestal bajo la condición de reubicar la estatua. Pero fueron los propios ciudadanos de Nueva York quienes hicieron la diferencia. El reconocido periodista, Joseph Pulitzer, decidió lanzar una campaña a través del periódico *The New York World* para financiar el costo del pedestal, ofreciendo publicar el nombre de todos los donantes en el periódico (Dresner, 2014, p.4) El resultado, fue sorprendente, 160,000 donantes en un lapso de 5 meses cubrieron el último tramo de US\$ 100,000.00 y la construcción de la Estatua de la Libertad se hizo realidad (BBC News, 2013).

Como se puede apreciar, financiar un proyecto a través de miles de pequeñas contribuciones del público no es un fenómeno nuevo. El anterior es solamente un ejemplo de muchos, aunque particularmente importante por la fama del monumento. ¿Qué ha cambiado? Claramente, el mundo ha experimentado un crecimiento tecnológico sin precedentes, teniendo como uno de los principales propulsores del desarrollo al Internet. Es el uso de esta herramienta el que ha permitido levantar fondos del público a una escala totalmente distinta.

Ahora, millones de personas en todo el mundo tienen acceso a Internet. Un Internet que ahora puede (i) soportar una masiva cantidad de data, (ii) proveer diversos mecanismos de comunicación inmediata entre usuarios, (iii) y proporcionar un sistema de pagos electrónicos global. Y no solo existe la tecnología, sino que suficiente tiempo ha pasado para que las personas se acostumbren a su uso y confíe en su funcionamiento. Las condiciones están dadas para que la recaudación de fondos del público a través de plataformas de Internet se convierta en un fenómeno global. El llamado *Crowdfunding*,

o financiamiento colectivo, gracias a la tecnología, ha dejado el plano anecdótico para ser una herramienta que impulse el desarrollo económico de las naciones.

El presente capítulo introductorio explicará cómo y por qué nace el *Crowdfunding*, identificará cuáles son sus principales modalidades y describirá la situación de la industria a nivel global. Luego se entrará en el detalle del funcionamiento del ECF en particular, se analizarán sus ventajas y desventajas a comparación de otras modalidades, así como sus riesgos y problemas. Para finalizar, se describirán las principales tendencias que se vienen observando en los mercados más avanzados. El propósito de todo ello es entender la actividad que mediante el presente trabajo de investigación se propone regular y por qué es vista en el mundo como una alternativa muy interesante para promover la innovación mediante el financiamiento de Startups y para reducir la brecha de financiamiento de las Mypes.

1.1. Viendo la fotografía completa

Antes de entrar a los temas anunciados en la introducción anterior, considero importante detenerse para resaltar que el *Crowdfunding* es solo una manifestación de un fenómeno mucho más grande, me refiero al surgimiento de la Economía Colaborativa o *Sharing Economy*. Los expertos no se ponen de acuerdo en la definición exacta e incluso suelen crear categorías en los cuales enmarcar los distintos modelos de Economía Colaborativa que van surgiendo.

Como no es la idea entrar a discutir las diversas definiciones de Economía Colaborativa y categorías que existen, me limitaré a una definición general inspirada en la definición propuesta por Sharing España, una asociación que agrupa a diversas empresas que realizan actividades bajo este modelo. En ese sentido, podríamos decir que la Economía Colaborativa consiste en la intermediación entre la oferta y la demanda a través de plataformas de Internet que ponen en contacto a ofertantes y demandantes de bienes y servicios, generando un aprovechamiento eficiente y sostenible de recursos infrutilizados, pudiendo existir o no una contraprestación entre los usuarios o una relación comercial.

En esa línea, es evidente que la Economía Colaborativa va más allá del *Crowdfunding*. Éste constituye solamente su aplicación en el sector finanzas, donde el recurso infrutilizado sería el dinero, los ofertantes de este recurso el público inversionista en general, y las personas que buscan financiamiento para sus proyectos

serían los demandantes de tales recursos. Si vemos la fotografía completa, observaremos que la Economía Colaborativa está invadiendo agresivamente infinidad de industrias y su impacto está a la vista. Por ejemplo, tenemos a Uber en el sector transporte, que ya es la red de transporte de pasajeros más grande del mundo, o a Airbnb que publica un volumen de alojamientos tres veces mayor al de la cadena de hoteles más grande del mundo (Le Jeune, 2016, p.1). Otros sectores donde existen plataformas de Economía Colaborativa son los de consumo (por ejemplo, Ebay), educación, gastronomía, tareas y trabajo (por ejemplo, Taskrabit), entre otros de la más variada índole (Sharing España, 2017).

Otro dato llamativo es que las plataformas basadas en Economía Colaborativa son los negocios que actualmente reciben más financiamiento por parte de firmas de capital de riesgo (*venture capital firms*), habiendo recibido solamente entre 2014 y 2015, US\$ 20 billones en financiamiento. Asimismo, el valor estimado de estas compañías ronda los 219 billones de acuerdo a aproximaciones de Credit Suisse; y de acuerdo a proyecciones realizadas por PricewaterhouseCoopers se espera que los ingresos de estas compañías lleguen los 335 billones en 2025, comparado con los US\$ 15 billones al 2013, asumiendo un crecimiento aproximado del 25% anual (Le Jeune, 2016, p.1).

En resumen, es importante tener en mente que el *Crowdfunding* no es un fenómeno aislado. Es una de las tantas ramificaciones de una tendencia global de emplear la tecnología para poner en contacto a ofertantes y demandantes de recursos y así poder aprovecharlos de manera más eficiente. La Economía Colaborativa, y el *Crowdfunding* por extensión, tienen una escalabilidad enorme y un futuro prometedor; por lo tanto, en el ámbito legal, no podemos mantenernos ajenos a su desarrollo.

1.2. Evolución y tipología

El *Crowdfunding* del siglo XXI, caracterizado por el empleo de la tecnología, puede rastrearse al año 2003, cuando el músico y programador de Boston, Brian Camelio, creó la plataforma de Internet llamada *ArtistShare*. Esta plataforma permitía que artistas musicales recaudaran fondos de fanáticos para grabar sus álbumes. A cambio de sus contribuciones, los fans recibían recompensas dependiendo del monto donado. Estas recompensas podrían variar desde tener acceso gratuito a la descarga del álbum o tener una mención especial como productor ejecutivo. Con el tiempo, la plataforma creció

para permitir el financiamiento de proyectos cinematográficos y fotográficos, además de musicales (Freedman y Nutting, 2015, p.1).

El éxito de *ArtistShare* provocó que se fueran creando más plataformas para financiar proyectos a cambio de recompensas. Las más importantes son las estadounidenses *Indiegogo*, fundada en 2008, y *Kickstarter*, fundada en 2009. Estas plataformas no se limitan a proyectos artísticos, sino que permiten financiar campañas sociales e incluso negocios. Uno de los casos de éxito emblemáticos de *Kickstarter* fue el del reloj inteligente *Pebble*. Se trataba de un reloj de pulsera al que se podían descargar aplicaciones deportivas y conectarse inalámbricamente a dispositivos Android y iPhone. Pese a que su meta inicial era recaudar US\$100,000.00 para producir el reloj, su recaudación final alcanzó los US\$10'266,845.00 proveniente de 68,929 donantes. En este caso la recompensa consistió en recibir cierta cantidad de unidades del producto (Freedman y Nutting, 2015, p.2).

Desde luego, no tardaron mucho en surgir otros modelos. Uno de ellos es el denominado *Crowdfunding* basado en préstamos, también llamado *Crowdlending*. Bajo este esquema, las personas en búsqueda de financiamiento solicitan préstamos al público, los cuales serán repagados en un futuro con o sin intereses. Algunas de las plataformas más reconocidas en este sector son *Lending Club* y *Prosper*, ambas fundadas en San Francisco en el 2006 (Freedman y Nutting, 2015, p.4).

Los intermediarios de mercados de valores no dejaron pasar desapercibida esta herramienta y comenzaron a utilizarla para facilitar la inversión por parte de inversionistas ángeles en el accionariado de Startups, valiéndose para ello de ciertas regulaciones especiales disponibles en la legislación norteamericana, particularmente la llamada Regulation D, para evitar el registro de la oferta ante la SEC. Es así que también nacen plataformas dedicadas al *Crowdfunding* basado en acciones, también llamado *Equity Crowdfunding*. Sin embargo, esta modalidad ha sido, y sigue siendo, la más difícil de poner en práctica debido a la compleja regulación que caracteriza a las ofertas públicas de valores.

Es así que, hasta el momento, podemos identificar 4 modalidades básicas de *Crowdfunding*:

- (a) ***Crowdfunding* basado en donaciones.**- Los usuarios hacen donaciones a un proyecto o causa sin recibir nada material a cambio. Esta modalidad

busca financiar proyectos o causas sociales. Una de las plataformas más importantes en este rubro es GoFundMe, creada en 2010. Esta plataforma logró tan solo en sus primeros 5 años de existencia recaudar US\$500 millones de dólares en 1 millón de campañas de 7 millones de usuarios diferentes (Freedman y Nutting, 2015, p.16).

(b) **Crowdfunding basado en recompensas.-** Los usuarios hacen contribuciones a cambio de recompensas, las mismas que pueden variar desde un agradecimiento en el álbum de una banda hasta recibir cierta cantidad de un producto concreto. Como se mencionó antes, ArtistShare, Kickstarter, e Indiegogo corresponden a esta rama.

(c) **Crowdfunding basado en préstamos (Crowdlending).-** Los usuarios realizan pequeños préstamos directamente a personas que buscan financiamiento a cambio de la devolución de su dinero, generalmente, con intereses. Cuando la relación se establece entre personas naturales se le suele denominar *Peer to Peer Lending* (P2P) y cuando la relación se establece entre personas naturales y una compañía se le denomina *Peer to Business Lending* (P2B). También es posible otorgar los préstamos mediante la emisión de instrumentos financieros como bonos, aunque no es lo usual.

★ Como se mencionó anteriormente, los préstamos no necesariamente conllevan intereses. Uno de esos casos es el de *Kiva*, cuyo modelo de negocio consiste en canalizar micro-préstamos sin intereses a personas en países en vías de desarrollo para que puedan iniciar pequeños negocios (Freedman y Nutting, 2015, p.13).

(d) **Crowdfunding basado en acciones (Equity Crowdfunding).-** Esta modalidad abarca la emisión de valores representativos de capital en general. Sin perjuicio de ello, lo más común es que los usuarios realicen inversiones en el capital social de una sociedad y reciben a cambio acciones. Más adelante profundizaré en las características de esta modalidad

en particular. En adelante, me referiré a esta modalidad de manera abreviada como “ECF”.

Cabe mencionar que, con el tiempo han ido surgiendo otras modalidades menos conocidas. Una de ellas es el *Royalty Crowdfunding*. En esta modalidad, los inversionistas adquieren un *royalty*, es decir, adquieren el derecho a un porcentaje de los ingresos de la compañía (EquityNet, s.f). Podemos identificar como una ventaja de esta modalidad para quienes reciben el financiamiento es que evitan que su participación accionaria en la compañía sea diluida (como sí sucede en el ECF) y que el pago a efectuar es variable según el rendimiento que tenga la compañía (a diferencia del *Crowdfunding* basado en préstamos que es una cantidad fija independientemente del buen o mal rendimiento de la compañía).

La otra modalidad es el *Real Estate Crowdfunding*, o *Crowdfunding* inmobiliario. Al ser el objeto la compra, venta y alquiler de inmuebles, los inversionistas no entran como accionistas ni como prestamistas, sino como copropietarios al adquirir directamente alícuotas de los inmuebles (Battioli, 2016). Desde luego, es posible hacer esta misma clase de inversiones empleando las otras modalidades, como el ECF o el *Crowdlending*. Por ejemplo, se podría utilizar una sociedad o un fondo como vehículo para juntar los aportes de los inversionistas. A cambio, los inversionistas podrían recibir valores emitidos por el vehículo, o podrían convertirse en acreedores del mismo en caso su aporte haya sido realizado en calidad de préstamo.

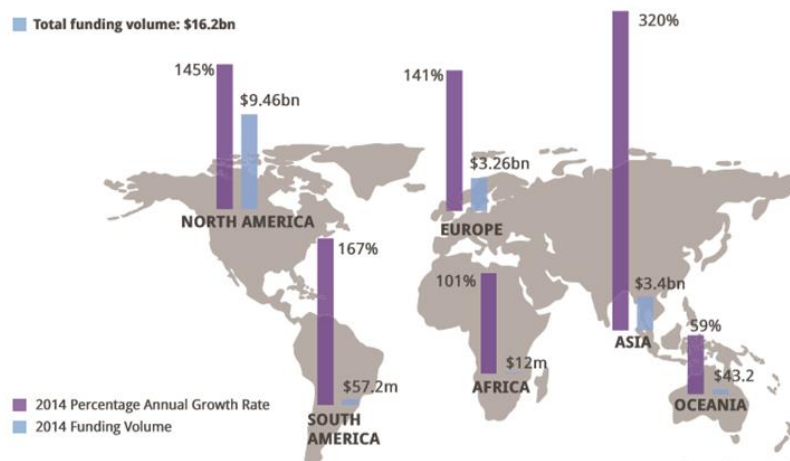
1.3. Panorama de la industria a nivel global

1.3.1. Información macroeconómica

En el año 2015, la empresa de investigación Massolution publicó un estudio sobre la industria del *Crowdfunding* basado en información recabada entre los años 2013 y 2014. El estudio reveló que la industria había financiado proyectos hasta por un monto de US\$16.2 billones en 2014, lo que significó un incremento del 167% a comparación de los US\$ 6.1 billones recaudados en el 2013. El crecimiento anual fue, sin duda, sorprendente, y se espera el crecimiento continúe en los siguientes años; más aun tomando en cuenta que recién en el 2016 entraron en vigencia las reglas emitidas por la SEC para regular el ECF dirigido al sector *retail* (inversionistas no acreditados) en Estados Unidos mediante la implementación del Título III del *JOBS Act*. Además, es

probable que con el paso de los años los obstáculos legales en ciertos países se vayan superando, lo cual deberá incrementar aún más el porcentaje de crecimiento. El reporte de Massolution también ofrece información por áreas geográficas:

Figura 1: Volumen de financiamiento y crecimiento por regiones



Fuente: Massolution (2015). *2015CF The Crowdfunding Industry Report*. Recuperado de http://reports.crowdsourcing.org/index.php?route=product/product&product_id=54

Del gráfico anterior podemos extraer que, con corte al 2015, el porcentaje de crecimiento por continente fue el siguiente: (i) América del Norte (145%), Asia (320%), Europa (141%), América del Sur (167%), Oceanía (59%) y África (101%).

A la fecha del estudio, América del Norte (con Estados Unidos como protagonista) era el mercado más grande a nivel mundial, sin embargo, aquel que tuvo un mayor crecimiento fue el mercado de Asia impulsado principalmente por China. Por su parte, en Europa, el país que concentra la mayor cantidad de Plataformas y dinero recaudado es Reino Unido por un amplio margen.

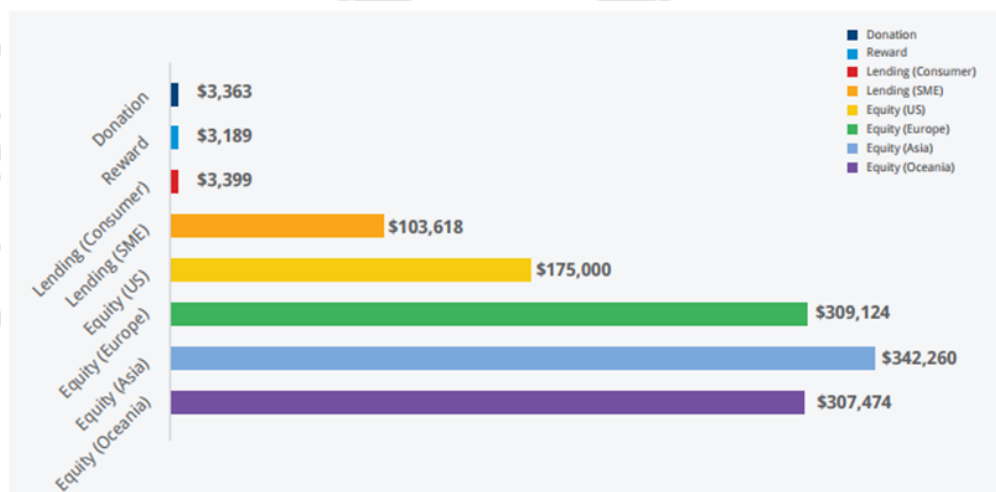
Por otro lado, un estudio realizado por el Banco Mundial (2013) focalizado en países en vías de desarrollo, estimaba que hasta el 2025, el mercado de Crowdfunding podría llegar a los US\$ 96 billones. China sería el principal propulsor de este crecimiento, atribuyéndose US\$ 50 billones de ese estimado.

Massolution (2015) también proporciona data sobre el crecimiento por modelos y arrojó los siguientes resultados al 2014:

- Crowdfunding basado en préstamos creció 223% y llegó a US\$ 11.08 billones.
- ECF creció en 182% hasta el monto de US\$ 1.1 billones.
- Crowdfunding híbrido creció en 290% hasta US\$ 487 millones
- Crowdfunding basado en royalties creció en 336% hasta US\$ 273 millones.
- Crowdfunding basado en donaciones y en recompensas crecieron 45% y 84% respectivamente.

Asimismo, los niveles promedio de fondos levantados por campaña demuestran que el ECF es mejor para levantar grandes cantidades de fondos, rondando los trescientos mil dólares americanos por campaña, mientras que el promedio para préstamos a empresas fue de poco más de cien mil dólares americanos (Massolution, 2015). El detalle a continuación:

Figura 2: Volumen promedio de financiamiento en una campaña por modelo



Fuente: Massolution (2015). *2015CF The Crowdfunding Industry Report*. Recuperado de http://reports.crowdsourcing.org/index.php?route=product/product&product_id=54

1.3.2. Principales Plataformas a nivel global

La siguiente tabla lista las Plataformas alrededor del mundo que recaudan mayor volumen de financiamiento:

Tabla 1: Plataformas con mayores volúmenes de financiamiento al 2014

Leading CFPs worldwide in 2014 by total funding volume (paid-out)				
Leading CFPs Worldwide	CFP	Funding Volume Range	Model Type	County (HQ)
1	LendingClub	> \$4bn	Lending	US
2	Prosper	> \$2bn	Lending	US
3	Justgiving	\$750m-\$1bn	Donation	UK
4	Yooli	\$750m-\$1bn	Lending	CN
5	Jimubox	~\$500m	Lending	CN
6	Renrendai	~\$500m	Lending	CN
7	Itouzi	\$450m-\$500m	Lending	CN
8	Tuandai	\$450m-\$500m	Lending	CN
9	GoFundMe	\$450m-\$500m	Reward	US
10	Kickstarter	\$400m-\$450m	Reward	US
11	Ratesetter	\$300m-\$350m	Lending	UK
12	Zopa	\$300m-\$350m	Lending	UK
13	FundingCircle	\$300m-\$350m	Lending	UK
14	Equitynet	\$250m-\$300m	Equity	US
15	Lendinvest	\$250m-\$300m	Lending	UK

Fuente: Massolution (2015). *2015CF The Crowdfunding Industry Report*. Recuperado de http://reports.crowdsourcing.org/index.php?route=product/product&product_id=54

Se puede apreciar que las Plataformas dedicadas al *Crowdfunding* basada en préstamos constituyen una abrumadora mayoría. La única Plataforma de ECF que aparece en este ranking es EquityNet. No obstante, hay que tomar en consideración que, a la fecha en que se realizó este ranking, la SEC aún no había aprobado la regulación pertinente para implementar el Título III del *JOBS Act*, el mismo que permitiría que inversionistas no acreditados puedan participar en las campañas de ECF. Y el problema no se origina solamente en Estados Unidos, en general, el desarrollo del ECF viene siendo frenado por las trabas legales que lo afectan en muchas jurisdicciones.

Por otro lado, la siguiente tabla lista las principales Plataformas de ECF a nivel mundial:

Tabla 2: Plataformas de ECF con mayores volúmenes de financiamiento al 2014

Leading Equity CFPs in 2014 by total funding volume (paid-out)				
Leading Equity CFPs	CFP	Funding Volume Range	Model Type	County (HQ)
1	EquityNet	\$250m-\$300m	Equity	US
2	Fundable	~\$150m	Equity	US
3	Angelist	~\$100m	Equity	US
4	Crowdfunder	\$75m-\$100m	Equity	US
5	CrowdCube	\$75m-\$100m	Equity	UK
6	WeAreCrowdfunding	\$50m-\$75m	Equity	US
7	OurCrowd	\$50m-\$75m	Equity	IL

Fuente: Massolution (2015). *2015CF The Crowdfunding Industry Report*. Recuperado de http://reports.crowdsourcing.org/index.php?route=product/product&product_id=54

Se evidencia que los líderes en esta modalidad son Estados Unidos y Reino Unido, el primero con un amplio margen por encima del segundo a pesar de que esta clase de inversiones, a la fecha del ranking, se encontraba limitada únicamente a aquellos considerados inversionistas acreditados bajo la regulación norteamericana.

1.4. Equity Crowdfunding

1.4.1. Funcionamiento y dinámica

A continuación, se explicarán brevemente las típicas etapas de un proceso de financiamiento vía EFC, comenzando por el proceso de selección, seguido del lanzamiento de la campaña y la manera en que concluyen, con o sin éxito. Esto con el objetivo de desarrollar una mejor noción de cómo funciona este mecanismo de financiamiento en la práctica.

1.4.1.1. Proceso de Selección

Todo comienza cuando personas con una idea para iniciar un negocio, o que ya tienen un negocio en marcha que pretenden expandir, denominadas para estos efectos Promotores, se contactan con una PFC y le solicitan usar la página web que ésta última administra, para ofrecer al público cierto porcentaje de participación en su compañía y así financiar su respectivo negocio.

La PFC tendrá que evaluar el negocio de los Promotores antes de admitirlos, para lo cual es común que se realice un proceso de Due Diligence donde se analicen los antecedentes de los Promotores, la viabilidad de su negocio, y demás información que

se considere material. La exigencia y profundidad de este proceso depende de cada PFC y de lo que exijan las leyes aplicables.

Durante esta etapa, también es una práctica en el mercado que las PFC contraten a una empresa especializada para efectos de realizar el Due Diligence. Una empresa reconocida por ofrecer este servicio en los Estados Unidos es CrowdCheck (Freedman y Nutting, 2015, p. 124). Ya sea que el Due Diligence sea realizado por la propia PFC o un tercero, se podría decir que es un estándar de la industria realizar cierto nivel de Due Diligence, pues genera confianza en el público inversionista saber que gente experta y que ha tenido contacto directo con los Promotores ha hecho un primer filtro. Incluso podríamos decir que la calidad del proceso de selección se convierte en una ventaja competitiva entre plataformas de financiamiento colectivo.

1.4.1.2. Lanzamiento de la Campaña

Una vez que el proyecto de los Promotores es seleccionado, el mismo es publicado en la página web de la PFC. Entre los diversos contenidos que solemos encontrar en las páginas web podemos nombrar: videos promocionales, información sobre cada uno de los Promotores y su trayectoria, el plan de negocios, los estados financieros de la compañía, información de carácter societaria (estatutos, convenios de accionistas e información registral), entre otros. Varios de estos documentos podrían estar bloqueados hasta que el usuario se registre en la página web o incluso podrían tener que ser solicitados a los Promotores directamente a través de algún canal de comunicación proporcionado en la propia web. La información que normalmente suele estar disponible abiertamente es la identidad de los Promotores y de la compañía, el monto de financiamiento buscado y el tiempo de duración de la campaña.

Si bien la idea del ECF es que las ofertas estén dirigidas al público en general, existen PFC que únicamente aceptan inversionistas acreditados para que participen y financien los proyectos que publican. La definición exacta de inversionista acreditado varía según las leyes de cada país, pero la idea común es que se trata de personas naturales o jurídicas con un patrimonio significativo y con experiencia en la realización de inversiones. Estas cualidades justifican una menor protección legal, por lo que tratar únicamente con éstos suele reducir la carga regulatoria para los Promotores y las PFC. Además, desde un punto de vista comercial, le resulta conveniente a aquellas compañías

que quieren proteger su propiedad intelectual, pues solamente la comparten con un número reducido de inversionistas y no con el público en general (Rose, 2016, p.65).

Durante el periodo de vigencia de la campaña, los usuarios de la página web pueden realizar aportes por medios de pago electrónicos. Lo ordinario es que, cuando se trate de inversionistas no acreditados, las leyes aplicables limiten el monto máximo a invertir por persona y/o por proyecto.

Si bien lo más probable es que la PFC ya haya hecho un *Due Diligence* preliminar, es responsabilidad de cada inversionista analizar la información disponible, y hacer evaluación propia para tomar su decisión de inversión. Lo interesante en este punto es cómo el colectivo de usuarios colaboran unos con otros para hacer este análisis. En el capítulo II ahondaré más en cómo funciona la llamada “Sabiduría de las Masas”, sin embargo, puedo adelantar que, gracias a los canales de comunicación que proporcionan las PFC, los usuarios logran interactuar unos con otros para compartir información y opiniones que finalmente pueden ayudar a que tomen una mejor decisión de inversión.

Otro tema interesante es la custodia de los fondos durante la campaña. Lo ordinario es que los fondos no vayan directamente a los Promotores, sino que son custodiados hasta la finalización de la campaña. Una práctica comercial usual, y en muchos casos obligada por la normativa, es que las PFC contraten los servicios de un agente *escrow* con este fin, cuyo costo es cubierto por los Promotores (Freedman y Nutting, 2015, p. 123-124). El agente *escrow* es una entidad que administra fondos depositados en determinada cuenta bancaria en beneficio de un tercero según las condiciones contractualmente pactadas. Concretamente en campañas de financiamiento colectivo, independientemente de la modalidad de que se trate, los usuarios de la página web depositan su dinero directamente en la cuenta *escrow* administrada por el agente, quien espera instrucciones de la PFC para mover ese dinero. Dependiendo del éxito o fracaso de la campaña, el agente *escrow* podría transferir los fondos a los Promotores o devolvérselos a los inversionistas. Esta es una manera de garantizar que el dinero de los inversionistas estará seguro durante el tiempo que dure la campaña. Algunos ejemplos de agentes *escrow* especializados en financiamientos colectivos son BancBoxCrowd y Crowdpay en Estados Unidos.

1.4.1.3. Finalización de la campaña, canalización de fondos y emisión de acciones

Al finalizar el periodo de vigencia de la campaña, se pueden dar dos escenarios, o los Promotores llegaron (o incluso excedieron) la meta de financiamiento o no pudieron hacerlo. Cuando no se llega a la meta, la regla generalizada es que los fondos son devueltos a los inversionistas. Por el contrario, cuando la meta es alcanzada o sobrepasada, los fondos son entregados a los Promotores. Tras la transferencia de los fondos, se formaliza la emisión de acciones en favor de los inversionistas en base sus aportes y los términos de la oferta realizada.

Si bien, lo usual es que el éxito o fracaso sea determinado en base a un criterio de “todo o nada”, algunas PFC permiten que los Promotores mantengan los fondos si cierto porcentaje de la meta inicial ha sido cumplida. Por nombrar un ejemplo, *FundingTree*, en Reino Unido, fija el éxito de la campaña en el 90% de la meta inicial (Comisión Europea, 2017, p.49).

Ahora bien, la inversión puede ejecutarse a través de diversos esquemas legales. Lo ordinario es que la inversión se haga directamente en la compañía de propiedad de los Promotores. Sin embargo, también es posible que los fondos sean concentrados en un vehículo independiente, que podría ser una persona jurídica u otra figura legal que se tenga a disposición, y que sea esta entidad la que invierte los fondos en la compañía de los Promotores. De esta manera, el vehículo es quien se convierte en accionista de la compañía financiada y no los inversionistas a título personal. Este vehículo suele ser administrado por una empresa contratada por los Promotores (Rose, 2016, p.83).

Si bien constituir un vehículo intermedio y mantenerlo acarrear un costo adicional, su utilidad radica en la simplificación del manejo societario de la compañía, pues solamente suma un accionista más con el cual tiene que relacionarse y no a cientos de ellos; mientras que la administración del vehículo es totalmente tercerizado.

Aunque el uso de una compañía intermediaria es atractivo para aquellos Promotores que puedan costearla, puede no ser tan atractiva desde el punto de vista de los inversionistas, quienes se ven imposibilitados de tener una relación directa con su inversión (no puede participar de las juntas de accionistas de la compañía de los Promotores, solicitar información a título personal, y el sentido de su voto está sujeto a lo que la mayoría dentro del vehículo decida). No obstante ello, también está el beneficio derivado de la actuación en bloque. El vehículo, como accionista, tiene mayor

poder de negociación para, por nombrar un ejemplo, suscribir un convenio de accionistas que proteja los intereses de todos los inversionistas en la compañía, que el que tendrían los inversionistas de ser accionistas individuales directos en la compañía principal (Rose, 2016, p.83).

Finalmente, el éxito de la campaña permite a las PFC el cobro de su comisión y principal ingreso, que se calcula como un porcentaje del total del monto recaudado en la campaña. A modo de referencia, podemos citar el Reporte Final emitido por el Directorio General de Investigación e Innovación de la Comisión Europea en 2017, que concluye que las comisiones por éxito de las campañas varían entre el 5% y 10% del monto recaudado, siendo el porcentaje menor conforme el monto recaudado sea mayor, y pudiendo reducirse si es que la meta es alcanzada en un periodo muy corto de tiempo. Este mismo reporte también informa sobre otras clases de comisiones complementarias que las PFC suelen cobrar, entre las que podemos destacar las siguientes (Comisión Europea, 2017, p.48):

- (a) **Comisión de registro:** esta tarifa se le cobra a los Promotores por el solo hecho de publicar su proyecto en la página web. Esta tarifa, de acuerdo al estudio, podía variar entre €200.00 a €2,500.
- (b) **Comisión de finalización:** esta tarifa se cobra para cubrir el trabajo administrativo realizado para finalizar una campaña, incluidos, por ejemplo, asesoría para la ejecución de convenios de accionistas, envío de comunicaciones a la entidad reguladora correspondiente, emisión de certificados de acciones, entre otros necesarios para formalizar la inversión. El reporte cita como ejemplo la PFC *Crowdfunding*, que cobra 2,000 libras esterlinas por este concepto.
- (c) **Comisión por procesamiento de pagos:** esta tarifa se cobra por el procesamiento de las transferencias de fondos. La mayoría de Plataformas según el reporte utilizan PayPal y la tarifa incluye una porción fija de €0.30 y una porción variable que va desde 1.4% del monto transferido cuando se hace dentro de un mismo país y llega a 3.4% si se hace al extranjero o en moneda distinta.

También se observó, aunque no es común, que algunas PFC, como es el caso de *AngelsDen* en Reino Unido, reinvierten una porción de la tarifa por éxito (20%) en todas las campañas exitosas. Esta estrategia ayuda a construir confianza con los inversionistas pues la PFC comparte el riesgo asumido por ellos y además se obliga a sí misma a hacer seguimiento a su inversión, indirectamente velando por los intereses de los inversionistas que financiaron la campaña en su página web (Comisión Europea, 2017, p.48).

1.4.2. Ventajas y desventajas a comparación de otras modalidades de Crowdfunding y financiamiento de inversionistas profesionales

1.4.2.1. Comparación con el Crowdfunding basado en recompensas

El *Crowdfunding* basado en recompensas tiene la ventaja mantener simplificada la administración de la compañía pues los Promotores no ceden participación y solo asumen el compromiso de entregar las recompensas que prometieron. De manera que los Promotores mantienen el control de las decisiones más relevantes y además evitan tener que hacer gastos adicionales y permanentes para administrar adecuadamente la matrícula de acciones de la compañía, realizar las juntas generales de accionistas, responder a solicitudes de información oportunamente, etc.

Una campaña basada en recompensas también es más sencilla de manejar pues toda la información revelada se enfoca exclusivamente en el producto, sus características y la capacidad de los Promotores para producirlo. En opinión de Rose (2016), esto también hace que la interacción con los usuarios se concentre en el producto, permitiendo obtener un mejor *feedback* sobre sus cualidades que en el ECF. Con esta información, los Promotores pueden modificar los atributos del producto y agregar los que sus clientes reclaman (p.48).

Si bien el *Crowdfunding* basado en recompensas es más simple, tomarse el trabajo de optar por una campaña de ECF puede terminar rindiendo muchos mayores frutos. En primer lugar, aunque sea más costoso (cumplir con los requisitos legales y los demandados por las PFC) y demande más trabajo, la data demuestra que el ECF permite levantar mayor volumen de fondos por campaña. Esto se debe a que la gente no está comprando un producto, sino que está haciendo una inversión a mediano o largo plazo y, por lo tanto, están dispuestos a invertir mayores cantidades de dinero.

En segundo lugar, estas campañas son muchos más enriquecedoras para la compañía pues no es solo su producto el que está bajo escrutinio, sino la capacidad de todo su modelo de negocio para producir utilidades. Mientras en el caso del *Crowdfunding* basado en recompensas, a los usuarios solamente les interesa recibir su producto y no les interesa qué pase con la compañía después, en el ECF los inversionistas se fijan en que la compañía tenga un plan de negocios sólido. Su *feedback* estará orientado a ayudar al éxito del negocio y no solo a la fabricación del producto. En resumen, la campaña arroja como resultado una empresa mejor planificada.

1.4.2.2. Comparación con el Crowdfunding basado en préstamos

El *Crowdlending* es la modalidad que concentra el mayor volumen de la industria con un 72% del total¹. Esto se debe a que tiene una serie de ventajas tanto desde el punto de vista del inversionista como de los Promotores.

Desde el punto de vista del inversionista se trata de una inversión que puede otorgar ganancias en el corto plazo, a diferencia del ECF que se trata de la compra de un activo ilíquido, es decir, termina siendo una inversión de mediano o largo plazo. La inversión vía ECF también tiene mayor riesgo pues, en el eventual caso de que la compañía fracase, los acreedores están en mejor posición que los accionistas para cobrarse de los activos de la compañía. Creo que estos factores generan que sea más fácil captar inversionistas en esta modalidad.

Desde el punto de vista de los Promotores, la ventaja es que les permite financiarse sin la necesidad de compartir control sobre la compañía, y además evitar los costos adicionales generados por el manejo de un accionariado difundido. No obstante, el hecho de tener que cumplir con el pago de las cuotas desde un inicio puede ser problemático para una compañía que recién comienza, por lo que esta modalidad es más conveniente únicamente si la compañía ya tiene un flujo lo suficientemente grande para cubrir estos gastos o si las condiciones de los préstamos contemplan un periodo de gracia suficientemente largo.

Sin perjuicio de ello, considero que el ECF tiene una ventaja a comparación del *Crowdlending*. El ECF tiene una mayor capacidad para crear una base de clientes fieles a la compañía. Esto se debe justamente a que mientras uno es una inversión de corto

¹ Recordemos que el estudio publicado por Massolution en 2015 indicó que de un volumen total de US\$ 34.44 billones en 2014, el Crowdfunding basado en préstamos se atribuyó US\$ 25.1 billones.

plazo con una ganancia fija, el otro es una inversión de largo plazo con una ganancia que no tiene un tope, y que motiva un mayor involucramiento de los inversionistas en la compañía, aportando conocimiento, contactos, esfuerzos para promover el producto o servicio entre sus grupos sociales, etc.

1.4.2.3. Comparación con el financiamiento de inversionistas profesionales

Cuando hablamos de inversionistas profesionales nos estamos refiriendo a un conjunto de actores que hasta hace poco tenían el monopolio del financiamiento compañías en sus etapas iniciales, como vienen a ser los llamados inversionistas ángeles o *angel investors* y las firmas de capital de riesgo o *venture capital firms*.

Inversionistas ángeles son personas naturales con recursos y experiencia en inversiones que financian compañías en sus etapas iniciales. Por su parte, las firmas de capital de riesgo son personas jurídicas especializadas en inversión en empresas privadas que, a diferencia de los inversionistas ángeles, invierten montos mayores, y en compañías más maduras (es decir, que ya vienen operando unos años y tienen un flujo de ingresos), además de buscar tener un alto grado de control en la administración de las compañías en las que invierten.

Ya sea que hablemos uno u otro, una ventaja de esta clase de financiamiento es el ingreso de unos pocos socios que aportan, además de dinero, conocimiento muy valioso y su amplia red de contactos. Asimismo, son personas que al invertir un mayor monto de capital en la compañía están más comprometidos con su desarrollo y éxito.

El problema con el capital de riesgo es que las barreras de acceso son muy altas. Estos grupos son muy exigentes con las empresas que financian y concentran solamente en aquellas que ya están bien desarrolladas y prometen el mayor grado de crecimiento. Un testimonio de Mark Hughes, co-fundador de la plataforma *Tutora*, describe lo difícil que es obtener esta clase de financiamiento:

“They are incredibly hard to access. The main pushback was we were too small – even though we had real customers and real revenue, they were just looking for something bigger; those who are looking for millions of pounds. The other pushback we had was ‘we don’t know who you are.’ Venture capital in London is very much a closed, old boys shop. They only want people coming to them who have come with a recommendation. It makes it really hard if you come from somewhere like the north of

England where there's just not a lot of venture capital activity going on." (Rose, 2016, p.51-52).

"Son increíblemente difíciles de acceder. El mayor problema fue que éramos muy pequeños aunque teníamos clientes reales e ingresos reales, ellos simplemente estaban buscando algo más grande; de eso que buscan millones de libras. El otro problema era que el 'no sabemos quiénes son ustedes'. El capital de riesgo en Londres es un club cerrado. Solamente quieren personas que acudan a ellos con una recomendación. De manera que es sumamente difícil si vienes de un lugar como el norte de Inglaterra donde sencillamente no hay mucha actividad de capital de riesgo."

Otro problema con las firmas de capital de riesgo es que los términos del financiamiento suelen ser muy desfavorables para los Promotores. Estos inversionistas suelen pedir puestos en el directorio, control, preferencias de liquidación y otros términos restrictivos para los Promotores, quienes no tienen suficiente poder de negociación en comparación a ellos (Rose, 2016, p.53). En cambio, el ECF permite que los Promotores se financien bajo sus propios términos y condiciones.

Por su parte, el financiamiento a través de *inversionistas ángeles* no tiene los problemas antes descritos en relación a las firmas de capital de riesgo, sin embargo, carece de los beneficios que otorga el ECF, como los beneficios publicitarios y la creación de una base de clientes fieles a la marca. Por este motivo considero que es ideal para una compañía combinar ambos. La participación en la campaña de inversionistas ángeles le dan un impulso importante al nivel de recaudación al inicio de la campaña. Un inicio sólido en cuanto a recaudación y la existencia de uno o más inversionistas ángeles detrás de un proyecto generan más confianza en la comunidad de usuarios e incrementa las probabilidades de que la campaña tenga éxito.

1.4.3. Principales actores e incentivos para participar en el mercado

Podemos identificar a tres actores principales en el proceso financiamiento vía ECF: (i) los Promotores, (ii) la PFC, y (iii) los inversionistas. A continuación se describirán, los principales factores que incentivan la participación de estos actores y causan que este mercado funcione.

1.4.3.1.Promotores

Un primer incentivo para iniciar una campaña en una PFC es que permite a los Promotores tener acceso a un universo mucho mayor de potenciales inversionistas, lo cual incrementa dramáticamente sus posibilidades de obtener el financiamiento que necesitan. Además, al invertir una pequeña cantidad en cada proyecto, la aversión al riesgo de los inversionistas es mucho menor que la que puede mostrar, por ejemplo, un banco, un inversionista ángel o un grupo de inversión que compromete una cantidad grande de su dinero; y esto también incrementa las probabilidades de recaudar los fondos requeridos.

Para el caso de Mypes, y sobre todo de Startups que necesitan capital semilla para empezar, no es extraño que los canales tradicionales de financiamiento presenten una serie de limitaciones que impidan obtener el nivel de financiamiento que el negocio necesita: (i) los bancos, al administrar el dinero del público, suelen tener estándares muy exigentes y por lo tanto tienden a rechazar financiar a los Promotores por considerarlos muy riesgosos, y si acaso lo hicieran, el préstamo tendría una tasa de interés muy alta, (ii) los grupos de inversionistas sofisticados también son sumamente exigentes al momento de invertir su dinero y solamente eligen aquellos proyectos que tienen mayor potencial de crecimiento y que ofrecen el retorno más alto, por lo que también es muy difícil, incluso con buenos y rentables proyectos, obtener el financiamiento buscado por esta vía, (iii) los mercados de capitales implican costos muy altos, y (iv) los ahorros personales y aportes de familiares y amigos son probablemente insuficientes para financiar adecuadamente el negocio, y además es un mecanismo que puede generar tensiones a nivel personal y social.

Frente a este panorama, sin duda, el ECF es una alternativa muy atractiva. Sin embargo, considero que existen una serie de beneficios comerciales que son incentivos igual o aún más importantes que un incremento en las probabilidades de obtener los fondos necesarios, y que pueden hacer que una persona prefiera el ECF incluso teniendo acceso a los canales tradicionales.

Una primera ventaja que pueden aprovechar los Promotores es que el solo hecho de hacer la campaña pone a prueba la viabilidad de su idea de negocio. Por ejemplo, la acogida de la idea entre el público es una buena referencia para determinar si existe o no un mercado para el producto o servicio que se piensa ofrecer. En otras palabras, la

campaña sirve al mismo tiempo como un estudio de mercado que permite medir de manera más precisa la potencial demanda.

Una segunda ventaja es el *feedback* que se recibe del público acerca del producto o servicio. Las PFC proporcionan una serie de canales de comunicación que le permite a los Promotores recoger los comentarios, sugerencias y responder preguntas de los usuarios. Esta información puede ser muy valiosa para diseñar el producto o servicio de una manera que se ajuste mejor a las necesidades de sus potenciales clientes. Un caso que vale la pena mencionar como ejemplo es el de Pebble Watch, donde los Promotores modificaron el producto por pedido de los usuarios y decidieron que sea compatible con Bluetooth 4.0 además de Bluetooth 2.1. (Agrawal, Catalini y Goldfarb, 2013, p. 13).

Asimismo, no debe descartarse la posibilidad de que personas cuya profesión esté relacionada al giro de negocio que se financia participen y hagan aportes muy relevantes a la compañía, e incluso pueden convertirse en contactos importantes o trabajar para o con la compañía.

Una tercera ventaja consiste en que, desde el lanzamiento, la compañía ya puede tener una base de clientes fieles a la marca. Y no solo son fieles porque el producto o servicio se ajusta a sus necesidades, sino porque al haber invertido comparten el riesgo del negocio lo cual alinea sus intereses con los de los Promotores. En consecuencia, los inversionistas se convierten en una suerte de ‘embajadores’ de la marca, y no solo la preferirán, sino que la promoverán dentro de sus círculos sociales.

Finalmente, respecto a los incentivos para los Promotores de realizar campañas de Crowdfunding, la Comisión Europea (2017) identificó las siguientes como los principales: (i) acceso más fácil al financiamiento, (ii) validación del potencial del producto, (iii) posibilidad de usar la Plataforma como una herramienta de marketing, (iv) motivaciones personales y generar conciencia sobre las causas del proyecto (medio ambientales y sociales), y (v) oportunidad para crear una red de contactos y asociaciones (p.61).

1.4.3.2. Plataformas de financiamiento colectivo

Las PFC son predominantemente con fines de lucro. En ese sentido su principal incentivo es el cobro de sus comisiones, siendo la principal aquella cobrada por el éxito de cada campaña. Y para que las campañas sean exitosas las PFC deben cuidar su

activo más importante, la confianza del público. En consecuencia, las PFC están incentivadas para:

- Tomar medidas para reducir casos de fraude. La confianza de los inversionistas es uno de los activos más importantes de las PFC, y basta con un caso de fraude para que esa confianza se pierda. De suceder, las PFC corren el riesgo de no poder atraer suficientes inversionistas para las campañas, causando su fracaso e imposibilidad de cobrar comisiones de éxito. Algunas medidas para la reducción del fraude que se suelen adoptar son la revisión exhaustiva de los antecedentes personales de los Promotores, realización de mejores procesos de *Due Diligence*, y seguimiento de los Promotores con campañas completadas.
- Seleccionar solamente los mejores proyectos, y prestar asesoría a los Promotores sobre cómo promocionarlos adecuadamente.
- Mejorar la experiencia de los usuarios para que estén más cómodas al invertir. Por ejemplo, ello puede lograrse promoviendo la interacción con otros usuarios o incluyendo inversionistas acreditados que puedan, de alguna manera, orientar o liderar a las masas de inversionistas para invertir en los mejores proyectos (Agrawal, Catalini y Goldfarb, 2016, p.16).

1.4.3.3. Inversionistas

Los inversionistas tienen como principal incentivo para invertir en los proyectos el obtener un rendimiento sobre su inversión. Este rendimiento se da en la forma de dividendos y de ganancias de capital por la venta en el mediano y largo plazo de las acciones emitidas. Ahora, hay muchas otras clases de inversiones disponibles como depósitos en entidades financieras, comprar participaciones en fondos de inversión, entre otros, ¿qué tiene de especial el ECF que atrae a los inversionistas?

Pues, una de las características que atrae a los inversionistas es el fácil acceso y flexibilidad ofrecidos. Salvo algunas PFC, no es necesario que los inversionistas demuestren que son inversionistas acreditados, por lo que cualquier persona con algún excedente de dinero puede participar. Además no suele haber un monto mínimo, lo cual permite que cada persona según su condición económica pueda invertir, inclusive en varios proyectos. Esto último me lleva a la siguiente ventaja, incluso inversionistas

pequeños pueden diversificar su portafolio de inversiones fácilmente, reduciendo su riesgo, simplemente invirtiendo pequeñas cantidades en varios proyectos y en varias PFC.

Otro factor que influye a los inversionistas es la oportunidad de las personas comunes y corrientes invertir en lo que podría una compañía que podría valer millones o billones de dólares en una futura valorización, lo que se llama en la jerga empresarial como “Unicornios”, cosa que en el pasado estaba reservado únicamente a un grupo reducido de inversionistas acreditados que de alguna manera han tenido el monopolio de las posibilidades de inversión en los mejores proyectos.

Irónicamente, de acuerdo a la Comisión Europea (2017), inversionistas acreditados (fondos de pensiones, fondos mutuos, administradoras de activos, y bancos) están entrando como inversionistas en el mercado del ECF, y se espera que en un futuro la tendencia continúe y sea común incluir como parte de su portafolio esta clase de inversiones (p. 71).

Un factor menos obvio que influye en la decisión de invertir en una campaña de financiamiento colectivo es que permite a las personas invertir en productos o servicios que les interesa tener a disposición en el mercado.

Hasta ahora, todos los incentivos mencionados son económicos. Pero ¿son acaso las personas meramente agentes económicos racionales que deciden basados en el beneficio material? Desde luego que no, también existen incentivos no económicos para realiza estas inversiones. Un primer grupo de incentivos no económicos es la identificación con el producto o servicio. Esta identificación puede tener distintas causas, por ejemplo, que se trate de un negocio local al que uno desea ayudar, o que el producto o servicio está relacionado a un hobby del inversionista o una idea que le parezca sumamente innovadora e interesante, entre otros. Para muchas personas el hecho de invertir y ser parte de un negocio que les atrae les genera satisfacción y se convierte en un factor relevante para tomar su decisión.

Otro grupo de incentivos está compuesto por el beneficio social que puede generar el proyecto financiado. Muchas compañías innovadoras buscan tener un impacto social o ambiental positivo. Y el hecho de ayudar a generar ese cambio incentiva a que las personas inviertan en el proyecto, independientemente del beneficio económico que podrían recibir.

Sobre los factores que incentivan la inversión del público a través de plataformas de financiamiento colectivo, cabe resaltar que un estudio realizado por la consultora Oxera (2015), bajo encargo de la Comisión Europea, arrojó que sentirse emocionado o interesado por la propuesta de una compañía particular fue la razón que obtuvo la puntuación más alta para los encuestados en casos de ECF. Por el contrario, en el caso del *Crowdlending* la motivación que obtuvo la mayor puntuación sí fue la económica (p.48). Igual resultado arrojó un estudio realizado por la Universidad de Brighton, el mismo que también ha sido empleado como fuente en la preparación de un reporte de la Comisión Europea en mayo de 2016 (Comisión Europea, 2016, p.15).

Finalmente, y aunque su influencia no esté empíricamente estudiada, no quiero dejar de mencionar, al menos como hipótesis, la importancia que tiene la interacción entre los usuarios de las PFC como un factor diferenciador del Crowdfunding como mecanismo de financiamiento. No se trata solamente de hacer una inversión y recibir un rendimiento a cambio, el ECF es una experiencia social que el usuario puede encontrar estimulante y hasta entretenido. Navegar entre una gran cantidad de negocios innovadores, investigar al respecto, ponerse en contacto con los Promotores para hacer preguntas o recomendaciones, discutir sobre las posibilidades de éxito del negocio con otros usuarios, y hasta formar una red de contactos son algunas cosas que no ofrecen las demás modalidades de inversión. Y más aún en un mundo donde las redes sociales tienen tanta injerencia en nuestras vidas (y nos estamos acostumbrando a ello) el factor social en el proceso de inversión creo que es un incentivo relevante para que un inversionista opte por este mecanismo.

1.4.4. Falla del mercado

En la sección 1.4.3 anterior, exploramos los incentivos que tienen tanto Promotores como inversionistas para realizar transacciones a través de Plataformas de Financiamiento Colectivo. Ahora, es necesario explorar la otra cara de la moneda, es decir, qué desincentivos existen que pueden producir una falla en el mercado. Entiéndase por falla en el mercado la situación en la que este mecanismo de financiamiento, o no es utilizado por aquellos a quienes va dirigido, o habiendo sido utilizado, el financiamiento no se concreta.

Hay desincentivos tanto por el lado de los Promotores, como por el lado de los inversionistas que perjudican las transacciones de esta clase. Por el lado de los Promotores podemos identificar las siguientes:

- **Perjuicios derivados de excesiva revelación de información:** lo normal es que los Promotores deban revelar información sobre su plan de negocios al público. El problema es que esta es información sensible pues expone a los Promotores a que su idea sea copiada. De la misma manera, si, por ejemplo, hacen pública su situación financiera, están poniendo en conocimiento de la competencia ello, y es información que puede ser utilizada en su contra. La relación con proveedores también podría verse perjudicada pues, al conocer la situación de la compañía y la cantidad de dinero con el que dispone, ganan poder de negociación y eso les permite negociar un precio mayor en perjuicio de los Promotores (Agrawal, Catalini, Goldfarb, 2013, p.17).

En resumen, verse obligados a hacer pública información sensible desincentiva que Promotores opten por emplear este mecanismo de financiamiento. Es cierto que podrían omitir esta información, pero si optan por esa alternativa, se produce el riesgo de que la falta de información genere desconfianza en el público inversionista y finalmente la transacción fracase. Se puede observar que si se realiza una campaña de financiamiento colectivo, es más difícil de lo que parece determinar cuál es el nivel óptimo de revelación de información.

- **Manejo de una gran cantidad de inversionistas:** el manejo de los inversionistas puede ser desafiante tanto durante la campaña como después de ésta. Durante la campaña, los Promotores se comprometen a recibir preguntas y comentarios del público. Desde luego, revisar y responder consume mucho tiempo que podría ser invertido en actividades del negocio mismo. Una vez concluida la campaña exitosamente está el problema de manejar una sociedad con un accionariado muy difundido y mantenerlos informados de las operaciones de la compañía. Esta carga adicional es un factor más que podría causar que Promotores descarten el uso de una plataforma de financiamiento colectivo (Agrawal, Catalini, Goldfarb, 2013, p.17).

Por el lado de los inversionistas, el problema gira en torno a la desconfianza que genera estar en una situación de asimetría informativa. Concretamente, podemos identificar los siguientes desincentivos:

- **Posibilidad de incompetencia de los Promotores:** los inversionistas no tienen la oportunidad de tener contacto directo con los Promotores y eso dificulta evaluar su capacidad. Por supuesto, esta desconfianza puede

mitigarse dando a conocer los estudios y experiencia de los mismos. Sin embargo, para el caso de Promotores jóvenes sería muy difícil demostrar al público que cuentan con la capacidad para ejecutar el plan de negocios que proponen (Agrawal, Catalini, Goldfarb, 2013, p.18).

- **Riesgo de fraude:** las plataformas de financiamiento colectivo pueden ser usadas para armar esquemas fraudulentos donde se proporcione información falsa para conseguir inversiones y luego los fondos se destinen a fines distintos. El problema se agudiza desde el punto de vista del inversionista individual que no cuenta por sí solo con la capacidad para realizar un *Due Diligence*, ni tiene suficientes incentivos para ello dado lo pequeño de su inversión individualmente considerada. Ante este escenario lo más probable es que la mayoría de inversionistas se comporte como *free riders*, es decir, que no hagan ningún esfuerzo por realizar *Due Diligence* por su cuenta y esperen a aprovecharse del esfuerzo realizado por otros (Agrawal, Catalini, Goldfarb, 2013, p.19).
- **Inadecuada identificación de los riesgos:** los emprendimientos que buscan ser financiados son inherentemente riesgoso. Incluso Promotores honestos y capaces podrían fracasar por una infinidad de motivos. Sin embargo, los Promotores podrían verse motivados a presentar su proyecto de una forma demasiado optimista, dándole menor importancia a los riesgos asociados de los que deberían, o incluso omitiendo revelar su existencia (Agrawal, Catalini, Goldfarb, 2013, p.19). ¿Qué garantía tiene el público de que los riesgos identificados están correctamente dimensionados, o son los únicos que existen?
- **Falta de control ex-post:** cuando la campaña tiene éxito y el inversionista se convierte en accionista minoritario, ingresa a una sociedad con poca o nula capacidad de monitorear por su cuenta el desempeño de la compañía. Cuando los inversionistas aportan fondos a los Promotores hacen un acto de fe en base a la cantidad de confianza que se les ha generado durante la campaña. No creo que mucha gente se sienta cómoda dando un salto de fe sin garantía alguna, y por eso creo que este es un desincentivo importantísimo que debe ser atacado tanto por los emisores, como por la plataforma misma y la regulación en la materia.

Las situaciones antes descritas contribuyen a que se produzca una falla del mercado, y por tal motivo deben tenerse en cuenta al momento de proponer una normativa aplicable. La idea es que la regulación coadyuve a que los incentivos para realizar la actividad superen los desincentivos y que de esa manera el mercado funcione adecuadamente.

A lo largo del presente trabajo, se proponen una serie de medidas que buscan reducir la asimetría informativa entre Promotores e inversionistas y así generar la suficiente seguridad y confianza para promover un funcionamiento adecuado de esta incipiente industria. Medidas tales como niveles mínimos de revelación de información, debida identificación de los Promotores, la obligatoriedad de contar con canales de comunicación, la realización de *Due Diligence* por parte de las plataformas, coinversión de las mismas como una garantía, entre otras medidas, son discutidas más adelante.

1.4.5. Tendencias

Un reporte preparado por la Comisión Europea titulado *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, de fecha mayo del 2016, identificó una serie de tendencias que podríamos esperar que se repliquen en otros mercados.

Una primera tendencia que se identificó es la institucionalización del Crowdfunding. Esto es, que inversionistas acreditados (bancos de inversión, fondos mutuos, fondos de pensiones, bancos de desarrollo, entre otros) van a destinar cada vez más recursos a inversiones de esta clase. Esta tendencia es clara en el Reino Unido, donde un 11% de Plataformas registraban involucramiento de inversionistas institucionales en 2013, cifra que se incrementó a 45% en el año 2014 (Comisión Europea, 2016, p. 13). Esta tendencia demuestra que el Crowdfunding está ‘nivelando la cancha’ en beneficio de los Promotores, que ahora pueden financiarse sin sufrir la restricciones que inversionistas acreditados les imponían, y ahora son ellos quienes deben aceptar los términos y condiciones definidos por los Promotores en sus respectivas campañas si quieren formar parte de los diversos proyectos.

Sobre esta tendencia también se ha pronunciado Ryan Caldbeck, fundador de Circle-Up, una de las plataformas más exitosas de Estados Unidos. En su opinión, los inversionistas acreditados se volverán cada vez más importantes en el Crowdfunding de tal manera que quizás debamos dejar de llamarlo con ese nombre, pues las masas (‘crowd’) dejarán de tener tanta relevancia y serán los inversionistas acreditados

quienes se atribuyan la mayor cantidad de dinero invertido por este medio. Y la razón de ello es que la tecnología permite reducir los costos de los inversionistas, permitiendo eliminar en muchos casos al intermediario y sus altas tarifas (Caldbeck, 2016).

Otra tendencia identificada por la Comisión Europea (2016) es el surgimiento mercados secundarios para negociar los valores emitidos en campañas de ECF (p. 14). Siendo la iliquidez de las acciones uno de los principales problemas del ECF, el surgimiento de mercados secundarios que proporcionen una salida segura y transparente es un avance muy importante. Estos mercados secundarios son *over the counter*, es decir, extrabursátiles.

En marzo del 2016, Euronext (una bolsa de valores paneuropea) ofreció el primer paquete de acciones emitidas vía ECF. Se trató de las acciones de la compañía Demobios, y empezaron a transarse en una plataforma para acciones no listadas denominada *Euronext Expert Market* (con sede en Bélgica). Y Euronext no es la única que ha ofrecido una alternativa para generar un mercado secundario. Las acciones de Winemaker Chapel Down y de una firma de blockchain denominada Coinsilium levantaron fondos a través de la PFC inglesa Seedrs y ahora están disponibles para su compra y venta en ICAP Securities & Derivatives Exchange. Asimismo, BrewDog, una compañía escocesa, ahora transa sus acciones a través de Asset Match, una plataforma que permite comprar y vender acciones no listadas en Reino Unido (Thomson Reuters, 2016).

Inclusive, hay Plataformas que están implementando un servicio similar para otorgarles a los inversionistas que usaron sus servicios una posibilidad de salida, y así concretar un retorno a su inversión. En Estados Unidos, StartEngine fue la primera Plataforma en ofrecer un mercado secundario para los valores de compañías que se financiaron a través de su página web; aunque sigue estando en periodo de prueba a septiembre de 2017 (Alois, 2017). Por su parte, en Reino Unido, Crowdcube está en proceso de implementarlo también. En abril de 2017 se realizó la primera transacción secundaria de acciones emitidas en una campaña de esta Plataforma. Se trató de la empresa Mettrr Technologies, cuyos inversionistas lograron obtener nueve veces su inversión inicial (realizada en la campaña lanzada en el 2012) tras vender su participación a un grupo de *inversionistas ángeles* (Crowdcube, 2017). Asimismo, el principal competidor de Crowdcube, Seedrs también está invirtiendo en el desarrollo de un mercado secundario habiendo puesto a prueba su sistema durante una semana en

junio de 2016 donde se produjeron 57 transacciones en relación a 40 compañías financiadas a través de la Plataforma (Prosser, 2017).

Y Europa no es el único lugar donde se están viendo avances en este aspecto. La bolsa de valores de Corea del Sur, por ejemplo, ha lanzado un mercado en línea para negociar acciones no listadas de Startups denominado *Korea Startup Market* o KSM (Business Wire, 2016).

En resumen, podemos observar hoy en día dos tendencias importantes: (i) el incremento de participación de los inversionistas institucionales y (ii) el desarrollo de diversas alternativas de mercados secundarios que ofrecen una salida a los inversionistas y oportunidad para obtener ganancias en un plazo menor.

1.5. Conclusiones

- (a) El financiamiento de proyectos empresariales por el público en general a través de Plataformas de Financiamiento Colectivo es un novedoso mecanismo de financiamiento que está creciendo vertiginosamente a nivel mundial.
- (b) El Crowdfunding no es un fenómeno aislado. Es una de las tantas ramificaciones de la Economía Colaborativa, es decir, una tendencia global que consiste en emplear la tecnología para poner en contacto a ofertantes y demandantes de recursos infrautilizados para poder aprovecharlos de manera más eficiente.
- (c) La principal ventaja del Crowdfunding es la utilización de Internet para alcanzar a un bajo costo al público en general. Esto permite aprovechar una masiva cantidad de recursos de una gran red de inversionistas potenciales que nunca antes había podido estar involucrada en el financiamiento de compañías en sus etapas iniciales.
- (d) El Crowdfunding también tiene como uno de sus principales beneficios permitir a los Promotores probar la aceptación que su producto o servicio tiene en el mercado, e recoger ideas del público sobre cómo podrían mejorar su negocio. Asimismo, el proceso de financiamiento obliga a los Promotores a ordenar su compañía y pulir su modelo de negocio para poder promocionarla exitosamente ante el público.
- (e) El Equity Crowdfunding es una modalidad que, si bien es usada en menor medida que el Crowdlending, permite levantar mayores cantidades de

capital y favorece a la creación de una base de clientes que además tienen incentivos para promover el producto o servicio de la compañía financiada. Asimismo, el Equity Crowdfunding también puede permitir el ingreso de inversionistas estratégicos (ángeles) a la compañía, que son capaces de aportar conocimiento y contactos. No es un mecanismo que necesariamente compita con las redes de inversionistas ángeles sino que pueden complementarse.

- (f) Los inversionistas participan en campañas de Equity Crowdfunding tanto por incentivos económicos como no económicos. El principal incentivo económico es la ganancia de capital generada a partir de una posible salida en el mediano o largo plazo. Asimismo existe la posibilidad de la repartición de dividendos, pero difícilmente una compañía en etapas tempranas distribuya dividendos significativos. Por otro lado, los incentivos no económicos no pueden ser dejados de lado. Estudios han demostrado que, para el caso del ECF, el factor emocional y el grado de identificación con la compañía son factores muy relevantes en la decisión de inversión de una persona.
- (g) Las Plataformas de Financiamiento Colectivo cumplen un rol central para que el mercado de Crowdfunding funcione adecuadamente. Son éstas quienes deben cultivar y cuidar la confianza del público en el sistema tomando medidas para evitar el fraude y haciendo un filtro para que solo los mejores proyectos sean puestos a disposición del público. También depende de éstas que los inversionistas dispongan de los medios necesarios para comunicarse entre sí y con los Promotores.
- (h) El ECF está expuesto a una serie de factores que pueden causar fallas de mercado, y que sus actores deben intentar disminuir. Desincentivos tanto por el lado de los Promotores como de los inversionistas pueden ocasionar tales fallas. Por el lado de los Promotores cabe mencionar los perjuicios de la excesiva revelación de información sobre su negocio y la dificultad de manejar una gran cantidad de accionistas. Mientras que por el lado de los inversionistas se encuentran el riesgo de incompetencia de los Promotores, el riesgo de fraude, la inadecuada identificación de los riesgos del negocio por parte de los Promotores, y la falta de control ex-post.

- (i) Se observan tendencias positivas en el Crowdfunding en el mundo. Se destacan la participación cada vez mayor de inversionistas acreditados y la búsqueda de mecanismos de negociación secundarios que otorguen liquidez a los inversionistas.



CAPÍTULO II: LA SABIDURÍA DE LAS MASAS

2.1. Un Cambio de Paradigma

La regulación tradicional del mercado de valores gira en torno a la idea de la protección al inversionista. Especialmente aquel inversionista no acreditado, que carece de experiencia y de conocimiento en el ámbito de las inversiones. Entre líneas, la idea que se esconde detrás de esta noción es que las personas comunes y corrientes son incapaces de manejar su dinero y tomar adecuadas decisiones de inversión. La consecuencia es la creación de muchas normas que buscan “proteger” al inversionista pero que a la larga someten a los emisores a un gran carga regulatoria y desincentiva que utilicen la oferta pública como un mecanismo de financiamiento.

No estoy en contra de la protección al inversionista. Desde luego, toda regulación, inclusive la de ECF debe establecer una serie de garantías para prevenir el fraude y que genere un adecuado flujo de información entre emisores e inversionistas. Sin embargo, también creo que no debemos subestimar la capacidad que tienen los inversionistas no acreditados para invertir, ni caer por esa creencia en una regulación excesiva que limite a los inversionistas, genere excesivos costos para los emisores y desincentive la utilización del ECF como mecanismo de financiamiento.

Sostengo que debemos pensar en adoptar un cambio de paradigma y considerar que, tal vez, esa masa de inversionistas no acreditados que tanto “necesitan” la protección del regulador, son mucho más inteligentes de lo que se cree. Quizás, bajo ciertas condiciones, pueden ser tan o más capaces que inversionistas acreditados individuales en detectar valor en una compañía.

El ECF, tiene como uno de sus pilares un paradigma opuesto al tradicional y que hasta podría resultar, a primera vista, contra intuitivo. Este paradigma consiste en que las masas son capaces de destinar recursos a actividades económicas rentables y que generan valor en la sociedad. No necesariamente son los inversionistas acreditados, como un banco o un fondo de inversión, los más calificados para decidir a qué sector se destinan los recursos económicos de una sociedad, sino que un colectivo de inversionistas no acreditados pueden, sumando el conocimiento diverso que cada uno

posee, y en la medida que se den otras condiciones que se explicarán más adelante, tomar decisiones de inversión adecuadas.

2.2. Inteligencia colectiva en la práctica

A lo largo de esta sección describiré una serie de casos en los que apelar al conocimiento colectivo de las masas ha dado resultados muy positivos al ser aplicados a (i) la solución de problemas, (ii) predicciones de hechos, y (iii) elaboración de estrategias de negocios; y se analizarán los hallazgos y explicaciones que los expertos han dado a estos fenómenos. Después de ello, se discutirá si la utilización del conocimiento colectivo puede dar resultados satisfactorios en el contexto del financiamiento de una empresa.

Antes de continuar, quiero introducir un nuevo concepto denominado *Crowdsourcing*. Se trata de un término genérico que se refiere a la recolección del conocimiento de un grupo de personas a quienes se les convoca abiertamente a colaborar para lograr un fin en específico. No es una práctica nueva, sin embargo, el Internet lo ha potenciado hasta el punto de producir resultados sorprendentes. Podríamos categorizar al *Crowdfunding* como una forma de *Crowdsourcing* aplicada al financiamiento de empresas.

2.2.1. Crowdsourcing aplicado a la solución de problemas

En el ámbito de la solución de problemas, existen dos ejemplos muy destacados: (i) MATLAB, e (ii) InnoCentive.

Desde 1999, la compañía estadounidense Mathworks organiza una competencia de programación denominada MATLAB. El formato de esta competencia consiste en el planteamiento de un problema que los participantes deben resolver a través de la creación de algoritmos. El algoritmo más eficiente gana. Ned Gulley, diseñador de software en Mathworks, le dio un giro innovador a la mecánica de la competencia. Se estableció que cada nueva solución enviada sería hecha pública para que el resto de concursantes pudiera verla y utilizarla. Lo que se buscó fue que los participantes usaran las mejores partes del código de la persona que va en primer lugar, e introduzcan algunos cambios menores. Si los cambios mejoraban el algoritmo, la persona responsable saltaba al primer lugar aunque solo haya cambiado unas líneas de código (Howe, 2008, p.84). Esta mecánica ha terminado siendo una manera sumamente eficiente de generar el mejor algoritmo posible pues permite aprovechar la capacidad de

un gran número de personas en vez de depender de la genialidad de solamente una. El producto final termina siendo superior al que cualquiera de ellos hubiera podido crear por su propia cuenta.

Por su parte, InnoCentive es una compañía estadounidense que aplica el concepto del *Crowdsourcing* para resolver problemas técnicos que los equipos internos de empresas no pueden resolver. Su servicio es contratado por grandes empresas listadas en la lista de Fortune 500 como Boeing, DuPont o Procter & Gamble. Estas compañías publican sus problemas, y éstos son puestos a disposición de una red conformada por más de 140,000 científicos que pueden sugerir soluciones a cambio de premios que van desde US\$ 10,000.00 a US\$100,000.00. Este modelo, opuesto al modelo tradicional *in-house*, está permitiendo grandes ahorros a las empresas en sus áreas de investigación y desarrollo (Howe, 2008, p.91).

Particularmente ilustrativo es el caso del científico Ed Melcarek. Él es especialista en ingeniería eléctrica, y pese a ello resolvió un problema que el equipo de investigadores de Colgate-Palmolive no pudo resolver. Resulta que el equipo de Colgate no podía hallar la manera de introducir polvo de fluoruro en un tubo de pasta dental sin que se disperse en el aire. Para Melcarek, como ingeniero eléctrico, la solución fue obvia. Bastaba con impartir una descarga eléctrica positiva al polvo para que las partículas de fluoruro se atraigan al tubo sin dispersión significativa. El equipo de Colgate fue incapaz de resolver el problema porque no tenía suficiente conocimiento de otros campos de la ciencia, en este caso particular, de la física. Mientras que Melcarek fue capaz de resolverlo en cuestión de minutos (Howe, 2008, p.92). Este caso demuestra que lo especial de este modelo es que, al involucrar a científicos de todas las especialidades, permite encontrar soluciones a problemas de una especialidad en otra especialidad. Son soluciones que se les suelen escapar a los grupos internos de las empresas porque normalmente tienen especialidades más o menos uniformes.

El Dr. Karim Lakhani, escribió un artículo sobre el sistema empleado por Innocentive, y llegó a conclusiones que vale la pena resaltar. El 75% de las personas que resolvían alguno de los problemas ya tenían la respuesta al mismo sin necesidad de incurrir en mayores esfuerzos (Howe, 2008, p.93). Esto significa que lo único que hacía falta para solucionar la mayoría de problemas era un grupo de personas lo suficiente diversas para abarcar la mayor cantidad de conocimiento existente. También concluyó que las probabilidades de una persona para resolver un problema se incrementaba en la

medida que no tuviera experiencia formal en la materia del problema pues ello le permitía aproximarse al mismo de otra manera (Howe, 2008, p.93).

Lo que quiero rescatar de estos dos ejemplos es que demuestran que es posible cosechar el conocimiento de un grupo grande de personas para obtener un resultado mejor que el que cualesquiera de ellos hubiera podido obtener individualmente. Y la razón por la que es un método efectivo es la diversidad que existe en el grupo, pues permite abarcar una mayor cantidad de conocimiento, experiencias y aproximarse a un problema de diversas maneras.

2.2.2. Crowdsourcing aplicado a la predicción de sucesos

Actualmente existen mercados electrónicos denominados “Mercados de Predicciones”. Funcionan de manera muy parecida a los futuros en una bolsa de valores. Los participantes invierten en diversos resultados de ciertos eventos importantes, como una elección presidencial. El precio de un valor en el mercado debe reflejar la probabilidad de ocurrencia que le ha asignado el mercado.

Un ejemplo de un mercado de predicciones es el Iowa Electronic Market (IEM). Este sistema ha demostrado ser capaz de arrojar resultados tan o más exactos que las propias encuestas. En las elecciones presidenciales de Estados Unidos entre John Kerry y George Bush, por ejemplo, las encuestas le daban la victoria a Kerry, sin embargo el IEM predecía, como al final ocurrió, una victoria de Bush (Howe, 2008, p. 99). Esto no significa, sin embargo, que estos mercados siempre acierten, también han tenido errores. El IEM, al igual que las encuestas, le daba la victoria a Hillary Clinton, no obstante Donald Trump fue elegido Presidente. De manera similar, el mercado de predicciones inglés, falló al predecir el resultado del Brexit, al haber predicho que Reino Unido optaría por quedarse dentro de la Unión Europea (Levingston, 2016).

El hecho de que no siempre acierten no significa que debemos dejar de prestarles atención, después de todo, se trata de un método para predecir el futuro, no podemos esperar que siempre funcione. Pero no deja de ser interesante analizar de qué manera estos mecanismos agregan información de sus participantes y por qué suelen acertar o estar muy cerca de ello.

Howe (2008) identifica algunas razones detrás del éxito de los mercados de predicciones. Una primera razón es que genera un incentivo para que aquellas personas que manejan la información privada más valiosa, la utilicen para obtener una ventaja.

Lo que sucederá es que el precio de un futuro determinado absorberá esta información y la predicción se hará más precisa. Además, cabe mencionar que aquellos con la información más relevante seguramente inviertan en mayor volumen, por lo que su transacción tendrá un mayor impacto en el precio que de otras personas que han transado sin tener su información. En consecuencia, el precio absorbe en mayor medida la información más valiosa y el resultado final se vuelve más preciso (p.99).

Otra razón es que el costo de invertir en estos mercados genera un desincentivo para la participación de la gente ignorante que podría distorsionar los precios (Howe, 2008, p. 99). Esta es quizás una gran diferencia entre una encuesta (que también es una manera de recolectar la información dispersa en el público en general) y los mercados de predicciones. Cualquiera puede participar en una encuesta y todas las opiniones tienen el mismo peso, por el contrario, en los mercados de predicciones los participantes tienen mucho más en juego, la información es absorbida por el precio en tiempo real, y no todas las transacciones tienen el mismo impacto en el precio.

Ahora, estos mercados no solo son usados para predecir resultados políticos. También son utilizados por empresas para predecir el nivel de ventas de sus productos y hacer proyecciones. Por ejemplo, HP usa desde finales de los 90s un mercado de predicciones para proyectar las ventas de algunos de sus productos usando el conocimiento colectivo de su personal de ventas. La primera vez que se hizo el experimento, el personal de ventas en su conjunto fue más preciso que la proyección original para 6 de 8 productos (Howe, 2008, p. 101). Incluso Google lanzó su propio mercado de predicciones (GPM) en 2005. En el comunicado a sus empleados se dijo expresamente que buscaba poner a prueba si la tesis que dicta que un grupo de personas puede ser más inteligente que su miembro más inteligente es correcta. La conclusión a la que se llegó es que el GPM proporcionaba buenas aproximaciones (Cole, Lakhani y McAfee, 2007).

Otras empresas que vienen aplicando este mecanismo son Microsoft, Intel, Eli Lilly, Goldman Sachs y Deutsche Bank. De acuerdo a Thomas Malone, responsable de su implementación en Intel, los mercados de predicciones suelen ser más precisos que los expertos porque colectivamente los empleados que participan manejan mucha mayor data que cualquier planificador centralizado. Un problema que sí se observa en esta clase de mercados al interior de las empresas es que es difícil motivar a que todos participen cuando no hay dinero real de por medio. Si no hay suficientes participantes,

entonces hay pocas transacciones en el mercado y las predicciones no son tan precisas (Howe, 2008, p. 101).

2.2.3. Crowdsourcing aplicado a la elaboración de estrategias de negocios

Si bien los mercados de predicciones pueden ser aplicados a mejorar las estrategias de negocios, en esta sección me estaré refiriendo a una forma de *Crowdsourcing* que consiste básicamente en una sesión masiva de ‘lluvia de ideas’ de los consumidores.

Un ejemplo de una compañía que hace esto con éxito es Dell. La compañía tiene una página web llamada *IdeaStorm* que fue lanzada en febrero del 2007. Esta página permite a los clientes de Dell publicar ideas, ver y comentar ideas publicadas por otros miembros, promover o degradar propuestas, y ver qué propuestas han sido efectivamente implementadas por la compañía. No se trata de un simple buzón de sugerencias debido a la interacción que se promueve entre los miembros de la comunidad de clientes e incluso con el propio personal de Dell. Cabe mencionar que la compañía toma muy en serio el *feedback* recibido y realmente hace cambios en base al mismo (Brito, 2011). Por ejemplo, una idea que fue implementada fue ofrecer laptops que vengan con el sistema Linux OS preinstalado. Alrededor de 30,000 usuarios votaron a favor y Dell lanzó tres modelos con el sistema operativo Linux OS preinstalado (Howe, 2008, p. 97).

Otra compañía que implementó esta clase de *Crowdsourcing* es Starbucks. Con un nombre muy similar al de Dell, *MyStarbucksIdea*. La página web permite a la comunidad de consumidores compartir ideas, discutir las y votar por las mejores, así como saber si las mismas han sido implementadas. Asimismo, cuenta con la participación activa de empleados de Starbucks que interactúan con la comunidad y recolectan las ideas más relevantes. En este caso, también se han implementado algunas ideas de la comunidad tales como café gratis para *Gold Card Members* en su cumpleaños, un tarjeta Starbucks VIP, el Starbucks *Splashstick* (para evitar derrames del café), y un programa que le da café gratis a quienes compren granos de café (Brito, 2011).

Algo que creo importante resaltar respecto a esta modalidad, y también sobre los mercados de predicciones, es que la tecnología actual permite como nunca antes recolectar información de miles de personas (incluso conseguir que las mismas interactúen entre sí) y procesarla para obtener conclusiones útiles para diversos fines.

En otras palabras, la tecnología ha convertido al *Crowdsourcing* en una herramienta mucho más efectiva que antes, y las grandes empresas se han dado cuenta de ello y por eso vienen experimentando con su uso.

2.3. Condiciones clave

Independientemente de la modalidad de la que se trate, para que la inteligencia colectiva funcione es necesaria la existencia de diversidad. La diversidad del grupo implica una mayor cantidad de información (teórica y empírica), aunque dispersa entre sus miembros, y más metodologías para abordar problemas. Esto incrementa las probabilidades para un colectivo de hacer contribuciones valiosas, ya sea resolviendo problemas, prediciendo resultados o mejorando estrategias corporativas.

Los ejemplos que se han tratado en secciones anteriores, sirven de sustento a una observación hecha por Friedrich Hayek, filósofo y economista austriaco de corte liberal y ganador del premio nobel de economía en 1974:

"Cada miembro de la sociedad puede poseer solamente una pequeña fracción del conocimiento poseído por todos, y cada uno, por lo tanto, ignora la mayoría de hechos en los que descansa la sociedad trabajadora (...) La civilización descansa en el hecho de que todos nos beneficiamos de un conocimiento que no poseemos. [...] Y una de las maneras en las que la civilización nos ayuda a superar esa limitación en la extensión del conocimiento individual consiste en conquistar la ignorancia no mediante la adquisición de un mayor conocimiento, sino mediante la utilización del conocimiento que ya existe y que se encuentra ampliamente disperso entre los individuos" (Howe, 2008, p.86).

Recientemente, el profesor de Caltech Scott E. Page, tras una década de investigación, publicó en 2007 su libro titulado *The Difference: How the Power of Diversity Creates Better Groups, Firms, Schools, and Societies*. Este libro busca justificar su teoría de que la diversidad vence la habilidad (*Diversity Trumps Ability Theorem*). Para Page, es tan claro esto que afirma que esta teoría *"is no mere metaphor or cute empirical anecdote that may or may not be true ten years from now. It's logical truth"*

"no es una mera metáfora o una bonita anécdota empírica que pueda o no ser cierta en diez años. Es la verdad lógica" (Howe. 2008, p. 82).

MATLAB, InnoCentive, IEM, GPM, IdeaStorm, todas estas plataformas funcionan porque consiguen recolectar y procesar conocimiento que se encuentra disperso entre un gran número de personas. Y además funcionan gracias a la diversidad que existe. En MATLAB, por ejemplo, si bien todos tienen conocimiento sobre cómo elaborar un algoritmo, hay diversidad en la experiencia y especialidad de sus participantes, de tal manera que incluso un novato puede realizar un pequeño cambio al código que a un participante experto no se le ocurrió. En InnoCentive y el resto de casos sucede igual. Ahora, cabe preguntarse si es necesario que se cumplan otras condiciones para que la inteligencia colectiva funcione.

Howe (2008) señala algunas condiciones que un grupo debe tener, adicionalmente a la diversidad. La primera es obvia, los miembros del grupo deben tener alguna clase de cualificación para participar en aquello que se le solicita al grupo que haga. Es decir, no puede funcionar con un grupo absolutamente aleatorio de personas. Segundo, debe existir un sistema que permita recolectar y procesar las contribuciones individuales de cada miembro del grupo. Y tercero, la habilidad de cada participante para manifestar su conocimiento no puede ser limitada (p.88).

Por su parte, Surowiecki, autor del reconocido libro titulado "*The Wisdom of the Crowd*", sugiere una condición adicional, y es que cada miembro del grupo debe actuar aisladamente, es decir, no pueden saber lo que los demás piensan para que su contribución no se vea afectada y sea verdaderamente emitida con independencia (Surowiecki, 2004, p.36). Me permito discrepar con Surowiecki sobre la necesidad de esta condición. Por el contrario, creo que el hecho de conocer las contribuciones de los demás y fomentar el intercambio de ideas puede ser beneficioso y no un problema. Un claro ejemplo es MATLAB donde la mecánica consiste justamente en el carácter público de los algoritmos creados.

El argumento de Surowiecki busca evitar que se produzca un comportamiento en manada. Creo que tiene lógica pensar que la opinión de los demás podría de alguna manera condicionar la opinión de uno; sin embargo, no creo que eso vaya a suceder siempre. Si un individuo tiene información o experiencia relevante propia, también debemos considerar que puede ser capaz de mantener su independencia en relación a las otras contribuciones, compartir esa información con los demás e incluso discutirla. La existencia de un lugar donde las ideas pueden ser debatidas también impide que se produzca un comportamiento en manada pues las personas deben tomarse el tiempo de

analizar cuál postura es mejor, y allí deben aplicar su propio criterio. No obstante, admito que al final dependerá de cada caso concreto si es o no es conveniente que las personas conozcan o no las contribuciones de los demás.

2.4. ¿Funciona la sabiduría de las masas en un contexto de financiamiento?

2.4.1. Cumplimiento de las condiciones

Hemos visto algunos ejemplos exitosos donde apelar al conocimiento colectivo de un grupo de personas ha permitido resolver problemas, predecir eventos y mejorar estrategias de negocios. Para el caso de un financiamiento, el objetivo es parecido a la solución de un problema. Problema que responde a la siguiente pregunta: ¿de todos estos proyectos, cuáles son ganadores y cuáles no? Entonces, ¿puede un grupo compuesto mayoritariamente de inversionistas no acreditados contestar satisfactoriamente esta pregunta?

Primero, analicemos si están presentes las condiciones que identificamos anteriormente:

- (a) ¿Los miembros del grupo están mínimamente cualificados para contribuir en tomar una decisión de inversión? Obviamente los inversionistas en estos casos no son especialistas, pero ello no significa que no tengan ciertas cualificaciones que sean útiles. ¿Acaso no estaría calificado alguien graduado de una universidad ya sea como administrador, economista, abogado, ingeniero, etc?, ¿alguien con conocimiento técnico, quizás hasta relacionado a la industria del proyecto?, ¿o incluso alguien que nunca terminó la universidad pero que ha ganado experiencia emprendiendo sus propios negocios? Quizás ninguno por sí solo tenga la capacidad que un inversionista acreditado tiene, pero todos juntos pueden ser capaces de incorporar más conocimiento y experiencia que uno. ¿Y qué impide que gente ignorante participe y contribuya a malas decisiones? Ciertamente, no hay ninguna limitación para que participen, sin embargo, creo que poner en riesgo dinero desincentiva que personas totalmente ignorantes participen. Además, me parece lógico pensar que si una persona está invirtiendo en una de estas campañas es porque se trata de persona lo suficientemente calificada para haber trabajado y generado un excedente de dinero para

invertir, y si lo invierte debe ser porque, a su criterio (el que no debemos subestimar), la compañía financiada es viable.

- (b) ¿Existe diversidad en el grupo? Dada que la convocatoria es totalmente abierta y no se establece ningún tipo de requisito para participar, creo que podemos presumir que los grupos que se forman cumplen con esta condición. Siendo lo más enriquecedor, en mi opinión, que exista diversidad en términos de experiencia profesional y conocimientos.
- (c) ¿Existe un sistema que recolecte la información del público y la procese? Por regla general, las Plataformas tienen foros de preguntas y respuestas donde los inversionistas pueden hacer preguntas a los Promotores. Las respuestas son hechas públicas para que todos los participantes las lean. Asimismo, las PFC ofrecen mecanismos para que los participantes interactúen unos con otros, compartiendo información o debatiendo, e incluso en algunos casos hay sistemas que les permite calificarse unos a otros (lo cual se termina reflejando en el perfil que cada uno se ha creado como usuario de la página web). El resultado de todo este intercambio de información se refleja finalmente en el marcador de progreso de la campaña, que indica qué porcentaje de los fondos solicitados se ha recaudado.
- (d) ¿Existe independencia y libertad para expresar ideas? Existe total libertad para expresar ideas y se hace de manera descentralizada, es decir, no hay mediadores que controlen el flujo de información.

En suma, y teóricamente, están presentes todas las condiciones para que el proceso de decisión de un colectivo de personas pueda funcionar adecuadamente.

2.4.2. Evidencia práctica

2.4.2.1. Sobre el problema del comportamiento en manada

Los estudios existentes al respecto señalan que los inversionistas confían bastante en el capital acumulado o ausencia del mismo como una señal de calidad de los proyectos, y que existe la posibilidad de que se genere una cascada de información (Agrawal, 2013, p.29). En economía, una cascada de información es una situación en la que las personas toman una decisión basados en las decisiones de otros y no en su información privada (Jain, 2018). Y la razón por la que el capital acumulado es una señal tan importante es debido a la asimetría informativa. En un contexto de incertidumbre, las personas sacan

conclusiones de las decisiones de inversión de los demás asumiendo que poseen cierta información privada (Astebro, Fernández, Lovo, Vulkan, 2018, p.33).

Cabe preguntarnos qué tan determinante es en verdad el capital acumulado para la toma de decisiones de inversión. Específicamente, si desencadena o no que los inversionistas tomen decisiones irracionales, inviertan sin pensar en malas compañías y, en consecuencia, difícilmente podamos hablar de una ‘sabiduría de las masas’ en el contexto del Crowdfunding.

El problema del comportamiento en manada, (o ‘herding’ en inglés) ha sido abordado específicamente para el caso del ECF por un estudio realizado en Reino Unido y cuyos resultados fueron publicados en 2018. El estudio utilizó la data proporcionada por la PFC llamada Seedrs, y analizó 69,699 inversiones realizadas por 22,615 inversionistas realizadas entre octubre de 2012 y marzo de 2016 (Astebro, Fernández, Lovo, Vulkan, 2018, p.5).

Lo que quiero resaltar de este estudio es que concluyó que la ausencia de inversiones para un determinado proyecto tiene más probabilidad de causar una cascada de información que la presencia de inversiones. En otras palabras, el impacto negativo causado por un mal arranque de la campaña es mucho mayor que el impacto positivo causado por un buen inicio de campaña, porque la primera genera una cascada de información y la segunda no, e incluso en el supuesto que se dé, puede ser fácilmente interrumpida por un periodo de falta de inversiones que sí genere una cascada de información negativa. De esto se deduce que el comportamiento en manada es insuficiente para que una campaña sea exitosa. La presencia de aportes previos es una buena señal que puede servir como un primer filtro a los proyectos, pero si una campaña es exitosa deben haber habido otras señales positivas recogidas por el público y que lo convenció de invertir.

En base a lo anterior, considero que el argumento en contra de la efectividad de la toma de decisiones colectivas en el contexto del ECF carece de fundamentos. Y creo, más allá de los resultados que uno o varios estudios puedan reflejar, que tiene lógica que así sea. Recordemos que se trata de proyectos de alto riesgo, por lo que es improbable que absolutamente todos los inversionistas actúen irracionalmente, sin ningún análisis de la compañía y tomando como única referencia si otros han invertido o no. En el peor de los escenarios, podrían haber algunos inversionistas de los cientos

que participen que inviertan basados únicamente en el actuar de los demás, pero detrás de ellos podremos encontrar inversionistas racionales a los que están imitando. En consecuencia, se trataría de un comportamiento en manada racional, que no excluye que el resultado de una campaña responda a una adecuada y pensada toma de decisiones del colectivo.

En todo caso, la raíz del problema es la asimetría informativa. En consecuencia es un problema que puede ser combatido fomentando transparencia y promoviendo la interacción e intercambio de información entre inversionistas y emisores.

2.4.2.2. Sobre la calidad de las decisiones de inversión tomadas colectivamente

Ya hemos hablado del comportamiento de los inversionistas durante el proceso de inversión. Ahora debemos remitirnos a los resultados concretos. ¿Las decisiones tomadas por el colectivo han tendido a ser acertadas o no? ¿Qué tan sabia viene siendo la “masa” de personas en la práctica?

El ECF es una industria reciente, por lo que es difícil aún discriminar entre empresas que han sido exitosas y aquellas que no. No obstante ello, un estudio realizado por AltFi Data (2016) para el mercado de Reino Unido demostró que el 82.51% de las empresas financiadas aún operaban al momento del estudio, y algunas inclusive habían obtenido posteriores rondas de financiamiento o salidas. Los resultados del estudio fueron los siguientes (p.4)²:

² Legenda:

A: la compañía exhibe uno o más de las siguientes condiciones:

- Listada como ‘disuelta’ en el registro de sociedades.
- Listada como ‘en administración’.
- Lista como ‘en liquidación’ en el registro de sociedades.
- La página web indica que sus actividades cesaron.
- Directores de la compañía indicaron que la compañía cesó sus actividades.

B: la compañía exhibe uno o más de las siguientes condiciones:

- No es posible contactarla por teléfono durante un periodo de 3 semanas y además (i) no responde el correo electrónico, (ii) su presencia en redes sociales sugiere que ha cesado en sus actividades, (iii) la página web ya no funciona.
- La compañía se ha reestructurado para preservar el valor de la inversión inicial de sus accionistas.

C: la compañía sigue operando pero no se puede juzgar si está obteniendo o no resultados favorables.

D: la compañía opera y ha obtenido nuevo financiamiento pero a una menor valuación.

E: la compañía opera y ha obtenido nuevo financiamiento a una mayor valuación.

F: se ha regresado el capital más una prima a los inversionistas iniciales tras una salida exitosa.

Tabla 3: Estado de compañías financiadas vía ECF

Calificación	Número de empresas	Porcentajes	
A	88	9.21%	17.49%
B	79	8.27%	
C	533	55.81%	82.51%
D	34	3.56%	
E	216	22.62%	
F	5	0.52%	
Totales	955	100.00%	100.00%

Las compañías que levantan fondos vía ECF son altamente riesgosas, de manera que un ratio de supervivencia de 82.51% es sorprendente y demostraría que, por ahora, la masa de inversionistas no acreditados ha sido capaz de seleccionar buenas empresas. Empresas que en varios casos han obtenido valuaciones posteriores mayores o aún mejor, sus inversionistas han tenido una salida exitosa (es decir, otro inversionista con mayores recursos les compró sus acciones pagando una prima), obteniendo así una ganancia de capital sobre su inversión inicial.

La data anterior corresponde al Reino Unido donde las PFC podían operar en base a la regulación que ya existía desde hace ya varios años, sin necesidad de tener una regulación especial. Para el caso de Estados Unidos, dado que *Regulation Crowdfunding* recién fue publicado por la SEC a finales del 2015, permitiendo así que inversionistas no acreditados puedan invertir, no se cuenta aún con data suficiente para evaluar qué tan exitosas vienen siendo las empresas financiadas.

2.5. Conclusiones

- (a) El Equity Crowdfunding conlleva un cambio de paradigma. De acuerdo al paradigma tradicional la masa de inversionistas no acreditados tienen una muy limitada capacidad para tomar adecuadas decisiones de inversión y por ello la regulación está orientada a su protección. El nuevo paradigma consiste en confiar en la capacidad de estos inversionistas para identificar valor en las compañías y tomar buenas decisiones de inversión; la llamada ‘Sabiduría de las Masas’.
- (b) En la actualidad existen muchos ejemplos de cómo se ha canalizado el conocimiento de un colectivo de personas para resolver problemas, predecir hechos y mejorar estrategias de negocios. Estas aplicaciones han

demostrado que es posible aprovechar, con muy buenos resultados, el conocimiento colectivo y que no necesariamente se debe depender de los expertos. El Crowdfunding aplica este mismo concepto para el financiamiento de compañías y los resultados, hasta el momento, han sido alentadores.

- (c) Para que el concepto de la Sabiduría de las Masas funcione en la práctica es necesario que se cumplan una serie de requisitos: (i) los miembros del colectivo deben estar mínimamente cualificados para contribuir con el objetivo buscado, (ii) debe existir diversidad en el grupo, (iii) se debe contar con un sistema que recolecte y procese la información del grupo y (iv) debe existir independencia y libertad para expresar ideas. Estos elementos están presentes en el Equity Crowdfunding.



CAPÍTULO III: ESTADO DEL ECF EN EL PERÚ

El *Crowdfunding*, en cualquiera de sus modalidades, es una alternativa de financiamiento destinada para ayudar a Startups, es decir, compañías en su etapa inicial de operaciones, y a Mypes que ya vienen operando pero que buscan crecer. Por ese motivo, el presente capítulo comienza describiendo la situación actual del financiamiento de esta clase de compañías en el Perú, abarcando tanto las fuentes de financiamiento tradicionales como alternativas. Después de eso, se analiza de qué manera podría el ECF contribuir para mejorar el acceso a financiamiento para estas compañías. Finalmente, se realiza una evaluación de la situación legal para identificar los obstáculos normativos existentes y encontrar las razones por las cuales hoy en día no se utiliza este mecanismo de financiamiento.

3.1. Situación del financiamiento a Startups y Mypes en el Perú

3.1.1. Financiamiento por Empresas del Sistema Financiero

Cuando hablamos del acceso al sistema financiero, la data disponible solamente se concentra en las Mypes y no en las Startups. Pero es posible afirmar, sin temor a equivocarme, que si las Mypes tienen altas barreras de acceso al sistema financiero como se verá a continuación, la situación de Startups no puede ser mejor.

Es abiertamente sabido que las Mypes tienen dificultades para obtener financiamiento en el Perú. Esta situación es reconocida por el mismo Ministerio de la Producción (2016). El último estudio del INEI (2013) sobre las Mypes brindó detalles sobre este problema, habiendo tomado como referencia Mypes de las principales ciudades del Perú, es decir, Lima - Callao, Cusco, Huancayo, Juliaca, Ayacucho, Piura, Chiclayo, Trujillo, Iquitos y Arequipa (p.21). Si bien es un estudio que ya tiene varios años, sirve para entender las dimensiones de este problema.

La encuesta indicó que el 44.6% de las Mypes habían solicitado financiamiento a empresas del sistema financiero. De este grupo tan solo el 43.1% obtuvo acceso al financiamiento solicitado (INEI, 2013, p.58). En otras palabras, del total de Mypes que formó parte de la muestra, el 19.22% solicitó y obtuvo financiamiento. De aquellas Mypes que obtuvieron financiamiento, el 80.1% declaró haber estado conformes con el

servicio, y los que no estuvieron conformes con el servicio afirmaron en abrumadora mayoría (85.9%) que el principal motivo era la alta tasa de interés, mientras que otros (36.8%) hicieron referencia también a las altas comisiones (INEI, 2013, p.59). Con motivo de la encuesta, también se preguntó el destino de los fondos. Al respecto el 67.4% indicó que lo destinó para capital de trabajo, 9.7% para inversión en activo fijo, y 22.8% para ambos fines (INEI, 2013, p.60).

Otra fuente que nos proporciona información sobre el financiamiento a las Mypes es la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). La SBS publica de manera mensual estadísticas que muestran, de manera agregada, entre otros, los porcentajes de créditos directos otorgados por tipo de empresa y por tipo de entidad financiera. A continuación se muestra esta información actualizada al 31 de diciembre de 2017³ (SBS, 2017):

Tabla 4: Créditos directos por tipo de empresa

Tipo de Crédito	Banca Múltiple	Empresas Financieras*	Cajas Municipales	Cajas Rurales de Ahorro y Crédito	EDPYMES	Empresas de Arrendamiento Financiero	Banco de la Nación 1/	Agrobanco 2/	Total
Corporativos	62,249,899	11,968	408,920	3,108	-	10,032	-	1,524	62,685,452
Grandes empresas	39,538,951	23,846	110,762	35,533	280	28,080	-	192,216	39,929,668
Medianas empresas	40,144,513	544,289	2,059,992	107,834	180,103	121,751	-	530,180	43,688,663
Pequeñas empresas	14,742,034	2,899,703	8,090,927	515,420	304,484	30,289	-	402,166	26,985,023
Microempresas	3,449,982	2,348,664	3,866,606	515,803	122,866	413	-	319,976	10,624,309
Consumo	44,141,656	5,213,111	3,830,960	265,186	1,235,816	42	4,959,410	-	59,646,182
Hipotecarios para Vivienda	41,284,522	217,934	1,324,925	10,152	149,776	-	239,316	-	43,226,625
TOTAL CRÉDITOS DIRECTOS	245,551,558	11,259,514	19,693,092	1,453,036	1,993,326	190,607	5,198,726	1,446,063	286,785,922

Del cuadro anterior se puede apreciar que, del total de créditos directos, el 9.409% se dirige a la pequeña empresa, mientras que el 3.705% a la microempresa. Considerando que el 96.5% de las empresas que existen en el Perú son Mypes (Villar, 2017), el hecho de que este sector tenga tan poca relación con el sistema financiero es preocupante.

³ Las cantidades están expresadas en miles de soles. Asimismo, para efectos de la información proporcionada, se entiende que un crédito es otorgado a la pequeña empresa cuando el endeudamiento de la compañía es superior a S/ 20,000.00 pero no mayor a S/ 300,000.00 en los últimos seis meses. Por otro lado el crédito se entiende otorgado a la microempresa cuando su endeudamiento es no mayor a S/ 20,000.00 en los últimos seis meses.

La información señalada anteriormente demuestra que existe una brecha de financiamiento hacia las Mypes. Y no solo se evidencia en el bajo porcentaje de ellas que reciben financiamiento. También hay que tomar en cuenta que la mayoría de los financiamientos otorgados se dedican a capital de trabajo, lo que significa que no es capital suficiente para expandir la compañía y/o innovar, en otras palabras, no es un financiamiento que ayudará a que las Mypes crezcan y dejen de serlo.

El hecho de que exista esta brecha, puede ser alarmante, pero no es sorprendente. Las Mypes son evidentemente negocios de alto riesgo. Es difícil exigirle a las entidades financieras que cubran la brecha pues éstas, al administrar depósitos del público en general, están sujetas a estrictas regulaciones que limitan su capacidad de brindar esta clase de financiamientos. Su capacidad para atacar este problema se agudiza si tomamos en cuenta el factor de la informalidad y baja bancarización. Aunque no es imposible, sí es muy difícil que un negocio informal califique para un crédito, entre otros motivos, debido a la carencia de un historial crediticio.

Una respuesta al problema fue la creación de las EDPYMES (Empresas de Desarrollo para la Pequeña y Microempresa) que justamente se especializan en brindar créditos y otros servicios a Mypes. Las EDPYMES no ponen en riesgo depósitos del público al no estar autorizadas para recibirlos, lo cual les permite dedicarse a este segmento. Sin embargo éstas todavía son pocas (a la fecha solamente existen nueve según la data disponible en la página web de la SBS) y sus recursos son aún limitados, al punto que la banca múltiple, cajas y financieras las superan ampliamente, en términos de volumen, en el financiamiento de Mypes.

3.2. Actuales fuentes alternativas de financiamiento para Mypes

3.2.1. Redes de Inversionistas Ángeles

Son pocas las redes de Inversionistas Ángeles en el Perú. Entre ellas cabe destacar, a Angel Ventures, BBCS Capital, PAD – GDE, UTEC Ventures y UP4Angels. Estas 5 redes crearon la Asociación Peruana de Capital Emprendedor y Capital Semilla (PECAP) a mediados de 2017. Entre las 5 suman más de 150 inversionistas y un volumen de inversión de US\$ 800,000.00 durante el 2016 (PAD, 2017).

Otras redes que operan en el país son la Red de Ángeles Inversionistas del Centro de Innovación y Desarrollo Emprendedor de la Pontificia Universidad Católica

del Perú (CIDE) y la Peruvian Investors Network (apoyada por una organización internacional llamada Endeavor) (Semana Económica, 2016).

3.2.2. Firmas de capital de riesgo (*Venture Capital*) y aceleradoras

A comparación de otros países de la región, Perú tiene aún muy poca inversión de esta clase de grupos. De acuerdo a estudios realizados por LAVCA, solamente hubieron 4 acuerdos finalizados durante el 2016, una cantidad muy por debajo de Chile (12), Colombia, (13) México, (73), Brazil (64) y Argentina (26). Aunque fueron pocas las transacciones, el total recaudado fue de US\$ 31 millones, siendo el mayor monto entre países de la región andina, y el tercer mayor de Sudamérica, solo por debajo de Brazil y México (Soto, 2017).

LAVCA (2017) remarca en el mercado peruano el trabajo realizado por Wayra, una aceleradora de proyectos manejada por el grupo Telefónica como parte de su programa *Open Future*, otra aceleradora de proyectos llamada Fledge, UTEC Ventures, y Angel Ventures, siendo esta última un grupo que se dedica a invertir en los países que conforman la Alianza del Pacífico. También cabe recalcar el trabajo que viene haciendo Endeavor, una aceleradora internacional que realiza concursos para seleccionar a emprendedores de alto impacto y financiar sus proyectos.

3.2.3. Incubadoras

Una incubadora se caracteriza por prestar principalmente asesoría a Startups y no necesariamente capital, y si lo hacen, es por montos muy pequeños. Esto la diferencia de las aceleradoras o de las firmas de capital de riesgo, que participan una vez que la compañía ya está en marcha e invierten cantidades significativamente superiores. Las incubadoras, pueden trabajar con el objetivo de preparar una empresa para buscar financiamiento a través de una aceleradora o una red de inversionistas ángeles (Microventures, 2014).

Funcionan como incubadoras el Centro de Innovación y Desarrollo Emprendedor de la Pontificia Universidad Católica del Perú (CIDE) y Start UPC (incubadora de la Universidad de Ciencias Aplicadas). Como se puede apreciar, este rol es normalmente asumido por instituciones educativas cuyo objetivo no es lucrar con una inversión, sino apoyar al desarrollo de emprendimientos.

3.2.4. Financiamiento del Estado

Por su parte, el Ministerio de la Producción (PRODUCE) administra un programa llamado Innóvate Perú creado en julio de 2014, y cuyo objetivo es seleccionar, mediante un concurso a nivel nacional, y financiar proyectos de tecnología aplicable a sectores productivos. Para ello, administra 4 fondos: (i) Proyecto de Innovación para la Competitividad (FINCyT 2), (ii) Fondo de Investigación y Desarrollo para la Competitividad (FIDECOM), (iii) Fondo Marco para la Innovación, Ciencia y Tecnología (FOMITEC) y (iv) Fondo MIPYME (Innóvate Perú, s.f.).

Asimismo, PRODUCE administra un segundo programa llamado StartUp Perú. La diferencia con Innóvate Perú es que este programa está abierto a compañías que ofrezcan cualquier clase de producto o servicio, mientras que el primero se enfoca únicamente en tecnología vinculada al sector producción. Los financiamientos otorgados en este programa provienen del FOMITEC y Fondo para la Innovación, la Ciencia y la Tecnología (FINCyT) (StartupPeru, s.f.).

3.2.5. ECF como otra alternativa

El ECF se presenta como una alternativa más para que las Startups y Mypes puedan levantar cantidades lo suficientemente grandes de capital para expandirse y crecer; y no solamente capital para realizar sus operaciones diarias y subsistir. Como se ha explicado en el Capítulo I, esta alternativa viene creciendo vertiginosamente en los últimos años alrededor del mundo y está demostrando su gran utilidad para impulsar el emprendimiento y la innovación, sin embargo, hasta el momento Perú ha sido ajeno a ello y se carece de regulación.

Si bien creo que el ECF es un mecanismo novedoso sobre el cual sentirse muy optimistas, también debo aclarar que no es la solución definitiva para cubrir el déficit que existe al financiamiento de a Startups y Mypes, sobre todo a estas últimas. Me atrevo a decir que el grueso de las Mypes se dedica a actividades más tradicionales, que no muestran ninguna innovación en particular, y por esa razón tienen menos probabilidades de llevar a cabo una campaña de Crowdfunding exitosa. Las Startups, por otro lado, suelen ser justamente compañías orientadas a la innovación y que apuntan a un rápido crecimiento, y por esa razón serían las principales beneficiarias de esta modalidad de *Crowdfunding*.

Las Mypes que se beneficiarán serán solamente aquellas que sean lo suficientemente innovadoras para darle valor agregado a sus productos o servicios, y que demuestren tener potencial de crecimiento. El lado positivo, sin embargo, es que las barreras de acceso para intentar levantar fondos mediante ECF serían (dependiendo de la regulación), en principio, bajas, y siempre existe la posibilidad de que, incluso Mypes dedicadas a actividades más tradicionales puedan proponer formas de darle un valor agregado a su negocio y presentarlo de una forma lo suficientemente atractiva para atraer financiamiento.

La modalidad de *Crowdfunding* que considero que se puede masificar con mayor facilidad y por lo tanto es financieramente más inclusiva es el *Crowdlending*. Esto se debe a que es más sencilla tanto para el que presta como para el que se financia. Del lado de los prestamistas, no se comparte el riesgo del negocio como accionista sino que se asume el rol de acreedor. Su principal interés es que se cumpla con el pago y gane intereses, y para cumplir ese objetivo no necesita que la compañía sea innovadora o analizar qué tan probable es que aumente su valor en el tiempo. Y por el lado de la compañía, ésta solo debe preocuparse en la devolución del préstamo más intereses (que debieran ser menores a los que una entidad financiera cobraría) y no tiene que complicarse, por ejemplo, con temas societarios.

Otra limitación al impacto que puede tener el ECF sobre el sector Mype es que solamente será accesible, como es lógico, a las personas naturales y jurídicas formales. Esto deja automáticamente afuera de la ecuación a la gran mayoría de Mypes. No obstante, desde otro punto de vista, si el ECF o el *Crowdlending* se consolidan, pueden convertirse en un incentivo para que más empresas se formalicen con la finalidad de poder acceder a estos mecanismos.

Pese a las limitaciones que puede tener, considero que el ECF tendrá un impacto muy positivo en la economía peruana al brindar acceso a financiamiento para empresas innovadoras y que demuestren capacidad para producir bienes y servicios competitivos y con valor agregado. Permitirá aprovechar el potencial de personas que, pese a haber recibido una buena educación, no son capaces de plasmar sus conocimientos en proyectos por no tener financiamiento. No podemos esperar grandes cambios en nuestra economía si invertimos en educación, y después el capital humano generado es desperdiciado o simplemente es aprovechado en el extranjero donde sí existen

oportunidades de financiamiento. Considero que el ECF combatiría directamente este problema.

Quizás al compararlo con la cantidad total de Mypes que no pueden acceder a financiamiento sean pocas las que puedan beneficiarse de este mecanismo, pero el beneficio para el país debe valorarse no solamente en base de cantidad de Mypes financiadas, sino en base al impacto que tienen en la economía las que efectivamente se financien, en términos de producción, consumo, generación de empleo, recaudación fiscal, etc.

3.3. Situación legal del ECF

3.3.1. Pronunciamiento Inicial

En el Perú, aún no ha sido regulado el ECF. Por el contrario, el 20 de enero de 2014, la SMV, publicó un comunicado en su página web donde fijaba una postura en relación al tema:

"La Superintendencia del Mercado de Valores - SMV, alerta a los inversionistas y potenciales inversionistas que la financiación por suscripción denominada Crowdfunding a través de plataformas de internet, que emplean la modalidad de emisión de valores o aportes de capital, no está autorizada.

Es necesario señalar que en la regulación peruana toda invitación que una persona natural o jurídica dirija al público en general para realizar cualquier acto referido a la colocación o venta de valores mobiliarios es oferta pública de valores, debiendo observar el régimen legal establecido y ser objeto de supervisión de la SMV.

Cabe resaltar, adicionalmente, que la publicidad u ofrecimiento de activos financieros en 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.

Por tales razones, la SMV exhorta a los inversionistas y potenciales inversionistas a informarse adecuadamente y no entregar o invertir dinero a entidades o personas que promueven el Crowdfunding bajo la modalidad antes citada, pues carecen de la autorización estatal respectiva."

En este comunicado la SMV resaltó dos aspectos: (i) que toda invitación dirigida al público en general referida a la colocación de valores mobiliarios constituye una

oferta pública y debe cumplir con la normativa en la materia, y (ii) que se requiere autorización para promocionar ofertas públicas en medios de comunicación masivos, la misma que no había sido otorgada a ninguna entidad dedicada al Crowdfunding. Con estas dos observaciones la SMV dejó en claro que no sería posible realizar las actividades propias de una PFC antes de que se aprobase una regulación especial en la materia. Quien desobedeciera estas indicaciones estaría infringiendo el artículo 2 de la Ley de Promoción del Mercado de Valores⁴ y la SMV podría cerrar sus oficinas e imponerle una sanción administrativa de al menos 50 UIT por ser una infracción Muy Grave de acuerdo al Reglamento de Sanciones.

3.3.2. Regulación actual del mercado de valores: altas barreras de entrada

Si bien, en estricto, sería posible realizar actividades de ECF siempre que (i) la SMV diera la autorización a la que alude el artículo 2 de la Ley de Promoción del Mercado de Valores y (ii) las ofertas públicas realizadas cumplieran con las reglas de alguno de los regímenes actualmente vigentes, lo cierto es que ninguno de estos regímenes permitiría que un mercado de Crowdfunding se desarrolle debido a las altas barreras de entrada que impondría a los pequeños emisores. Por esta razón, mientras no exista una regulación especial, no será posible que opere en el Perú alguna PFC. A continuación se analizará por qué la regulación actual no se ajusta a lo que se requiere para iniciar esta clase de actividades.

Una primera dificultad es que en toda oferta pública es obligatoria la participación de un agente de intermediación⁵. Dada la manera en que operan las PFC, y sin perjuicio de abordar este tema con más detalle en el Capítulo IV, no califican como intermediarios de valores. El modelo de negocio de una PFC consiste básicamente en proporcionar una plataforma virtual que pone en contacto a emisores y el público en general para que estos últimos puedan destinar fondos a la adquisición de valores emitidos por los primeros. En estos casos son los propios emisores quienes realizan la colocación de los valores usando la plataforma como herramienta. Más allá de que las

⁴ Artículo 2: “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”.

⁵ Artículo 50 de la LMV: “En las ofertas públicas de valores es obligatoria la intervención de un agente de intermediación, salvo en los casos contemplados en los artículos 63 y 127 y en la colocación primaria de certificados de participación de los fondos mutuos y los fondos de inversión”.

PFC faciliten la canalización de los fondos de inversionistas a emisores, (i) no realizan operaciones por cuenta de terceros y (ii) no compran valores con la intención de colocarlos ulteriormente en el público general⁶.

Al no ser un agente de intermediación, no se cumpliría el requisito legal, lo cual obligaría a las PFC (i) a contratar los servicios de un intermediario autorizado y dividirse con éste las ganancias, o (ii) que la PFC obtenga la autorización respectiva para ser intermediario, ya sea Sociedad Agente de Bolsa (SAB) o Sociedad Intermediaria de Valores (SIV). La primera opción elevaría demasiado el costo pues tanto la PFC como el intermediario necesitarían cobrar comisiones rentables. Y la segunda opción conduce al sin sentido de solicitar licencia como agente de intermediación (y sujetarse al régimen de obligaciones y sanciones que les aplica) pese a que no se va a realizar actividad de intermediación. De manera que, desde el punto de vista de alguien que quisiera constituir una PFC no encontraríamos el vehículo adecuado para ofrecer servicios de Crowdfunding.

En teoría, un agente de intermediación existente podría ofrecer estos servicios. Pero incluso éstos se encontrarían con la siguiente gran y principal dificultad, y es que no encontrarían clientela que atender. Difícilmente una Startup o Mype realizaría una oferta pública bajo el régimen actual debido a los altos riesgos y costos regulatorios involucrados. Estos costos, como veremos, no solamente se producen con ocasión de la oferta, sino que se generan permanentemente.

Para que una compañía pueda ofrecer sus acciones al público, debe realizar el trámite de inscripción de la oferta en el Registro Público de Mercado de Valores (RPMV). En estricto, no hay requisitos de imposible cumplimiento. No obstante, en la práctica, es un gran problema asumir los costos derivados del registro. El costo más tangible es el de elaborar un prospecto informativo que cumpla cabalmente con los requisitos legales descritos en el Manual para Ofertas Públicas.

Para fines de elaborar el prospecto informativo, es necesario contratar a una entidad estructuradora⁷. Ello es necesario no solo porque la ley lo exija, sino que el alto

⁶ Definición de Intermediación según la Ley de Mercado de Valores, artículo 6: “*Se considera intermediación en el mercado de valores mobiliarios la realización habitual, por cuenta ajena, de operaciones de compra, venta, colocación, distribución, corretaje, comisión o negociación de valores. Asimismo, se considera intermediación las adquisiciones de valores que se efectúen por cuenta propia de manera habitual con el fin de colocarlos ulteriormente en el público y percibir un diferencial en el precio.*”

nivel de detalle que se exige y sin el cual la SMV no aprobará el registro convierte en una necesidad conseguir asesoría para preparar el prospecto⁸. Es usual también que los estructuradores contraten abogados externos para que participen en la preparación del prospecto. Además del estructurador, también debe contratarse a una sociedad de auditoría inscrita con la SMV para poder presentar estados financieros auditados. Esto significa más honorarios que cubrir para el emisor. Quiero remarcar que el costo de contratar a una entidad estructuradora se incrementa por la responsabilidad solidaria que la ley atribuye a los estructuradores dentro de su competencia funcional y profesional.

Una vez que el prospecto informativo está listo, la siguiente gran barrera es obtener la aprobación de la SMV, que no es trámite menor. La SMV puede, y es usual que suceda, formular observaciones al prospecto informativo. La necesidad de aprobación previa combinada con la meticulosa revisión de la SMV genera incertidumbre en los emisores y una alta probabilidad de tener que invertir tiempo y dinero adicional.

Todo el esfuerzo anterior sirve únicamente para el registro de los valores. Nada garantiza que la emisión será exitosa. Lo que sí está garantizado es que el emisor tendrá que pagar los honorarios de sus abogados, estructuradores y sociedad auditora. Quizás una gran empresa puede afrontar estos gastos, que serán pérdidas si la colocación fracasa. Pero ¿qué hay de una Startup o Mype? Estas compañías no pueden darse ese lujo. Haciendo un simple análisis costo beneficio, no es conveniente, sino por el contrario, altamente riesgoso y peligroso para esta clase de compañías optar por la oferta pública como mecanismo de financiamiento.

⁷ La contratación del estructurador es obligatoria de acuerdo al artículo 3 del Reglamento de Oferta Pública Primaria: “(...) En el trámite a seguir para efectos de la oferta pública se deberá designar, de entre las entidades a que se refiere el párrafo anterior, a aquella(s) que cumplirán el rol de Entidad Estructuradora. Se exceptúa de la necesidad de designar una Entidad Estructuradora cuando una Entidad Calificada asuma la dirección de la oferta de sus valores o un emisor de instrumentos de corto plazo asuma similar rol en la oferta de los mismos; (...)”

⁸ Excepcionalmente el propio emisor puede estructurar la oferta si se trata de una Entidad Calificada en los términos del artículo 3.b) del Reglamento de Oferta Pública Primaria: “b) Entidad Calificada: Aquel emisor que cuente con uno o más valores inscritos en el Registro por un período de dos (2) o más años, que no haya sido objeto de imposición de sanciones que hayan quedado firmes, distintas a la amonestación, o a las previstas en el literal c) del Anexo XV del Reglamento de Sanciones, en los últimos doce (12) meses por infracciones cometidas con relación a sus obligaciones como emisor frente a CONASEV o al mercado de valores, y, cuando corresponda, no cuente con valores que hubieren obtenido, durante el último de los períodos mencionados, una categoría de riesgo que implique una falta de presentación de información suficiente a la empresa clasificadora. La Gerencia General de CONASEV adoptará las medidas pertinentes para poner a disposición del público, de manera actualizada, la relación de entidades consideradas calificadas.”

Después de registrada la oferta exitosamente, aún queda la colocación. Para la colocación es obligatoria la contratación de un agente de intermediación que cobrará una comisión por sus servicios. Y si la colocación es exitosa el emisor, al tener sus valores inscritos en el RPMV, quedará sujeto a una serie de obligaciones informativas permanentes:

- Presentación de información financiera anual auditada y trimestral no auditada.
- Preparación de memorias anuales, que incluyen, entre otras cosas, anexar reportes sobre buen gobierno corporativo y sostenibilidad corporativa.
- Contratación de un representante bursátil⁹ y reporte de hechos de importancia.

A las obligaciones informativas permanentes se suman una serie de reglas que todo emisor con valores inscritos debe observar. Reglas especiales como el reporte de transferencia de acciones a favor directores o gerentes, cónyuges o parientes de éstos superiores al 1%, y cualquier transferencia hecha por personas que tengan 10% o más de participación en la compañía.¹⁰ También están las reglas sobre información privilegiada, las reglas especiales para contratar con personas vinculadas a los directores, gerentes o accionistas¹¹, entre otras. Pequeños emisores que no tienen la experiencia ni el tiempo para asesorarse constantemente en temas regulatorios corren peligro de incurrir en infracciones de esta clase de normas, lo cual los expone a eventuales sanciones.

⁹ El representante no puede ser cualquier funcionario del emisor. De acuerdo al Reglamento de Hechos de Importancia debe acreditar capacitación en materias relacionadas con el mercado de valores. Además se debe contar con un titular y un suplente.

¹⁰ Artículo 32 de la Ley del Mercado de Valores: Artículo 32. Información sobre Transferencias. “*Toda transferencia de valores inscritos en el Registro igual o mayor al uno por ciento (1%) del monto emitido, realizada por o a favor de alguno de los directores y gerentes del emisor, sus cónyuges y parientes hasta el primer grado de consanguinidad, debe ser comunicada por el emisor a CONASEV y a la bolsa o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado en el que estuviere inscrito el valor, en su caso, dentro de los cinco (5) días de notificada la operación al emisor. La comunicación debe mencionar el número de valores, objeto de la transferencia y el precio abonado por ellos. Esta información deberá ser difundida por CONASEV y la respectiva bolsa o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado, en forma inmediata. Asimismo, con los mismos requisitos del párrafo anterior, los emisores deberán informar a las mencionadas instituciones sobre las transferencias de acciones de capital inscritas en el Registro, realizadas por personas que directa o indirectamente posean el diez por ciento (10%) o más del capital del emisor o de aquellas que a causa de una adquisición o enajenación lleguen a tener o dejen de poseer dicho porcentaje*”.

¹¹ Constituye una infracción de acuerdo al Anexo I del Reglamento de Sanciones: 2.6 *No contar con la aprobación de directorio en la celebración de actos o contratos en los que tenga interés alguno de sus directores, gerentes o accionistas que representen más del diez por ciento (10%) del capital de la sociedad, así como sus cónyuges o parientes hasta el primer grado de consanguinidad.*

En suma todos los actos antes mencionados, tanto para registrar la oferta, ejecutarla y cumplir con el régimen de obligaciones posterior implican tanto costos monetarios concretos como un costo en término de tiempo para los funcionarios el emisor. Es difícil cuantificar este último, pero debo recalcar que para una Startup o Mype el tiempo es un activo muy valioso y les es muy perjudicial gastarlo en cumplir requisitos legales excesivos.

Para tener una mejor idea de los costos asociados con las ofertas públicas en el Perú, quiero referirme a un estudio realizado por el Instituto Peruano de Economía (2009). Pese a su antigüedad, considero que los mismos problemas observados en ese estudio continúan y es una buena referencia para entender por qué la oferta pública primaria de valores, tal y como está regulada, es un mecanismo reservado para las compañías más grandes.

El estudio identificó todas las actividades necesarias para realizar una oferta pública primaria y determinó sus costos. Para ello, se obtuvo información consultando directamente con emisores, estructuradores, estudios de abogados, la BVL, CAVALI, SMV (en ese momento CONASEV), SBS mediante entrevistas a fondo y encuestas breves. Se consideraron tanto los costos monetarios como los costos no monetarios.

Los costos monetarios fueron divididos en tres grupos:

- **Preparación de la oferta pública:** en este grupo están incluidos los costos relacionados a la estructuración financiera de la oferta, a la asesoría legal y procesos de debida diligencia contables, financieros, legales y operativos, para efectos de elaborar el prospecto informativo. Incluye asimismo, la contratación del sistema MVNet, la valorización de la compañía, auditoría de los estados financieros y preparación del reporte sobre grupo económico.
- **Inscripción y colocación:** en este grupo se incluye el pago de la tasa correspondiente a la SMV, costo de la publicación en El Peruano de la resolución de inscripción¹², y pago de la comisión correspondiente al agente colocador.
- **Costos recurrentes anuales luego de la emisión:** en este grupo se incluye el costo de reportar hechos de importancia, contratar un representante bursátil, preparación de memoria anual y estados financieros auditados.

¹² Actualmente este ya no es un requisito.

A los costos recurrentes hoy en día, habría que agregar los reportes sobre buen gobierno corporativo que deben acompañar la memoria anual de los emisores y reportes de sostenibilidad¹³.

Teniendo en cuenta el universo de costos antes descrito, y para el caso de emisión de acciones, que de acuerdo al estudio suele ser más costoso que la emisión de bonos por tener mayor complejidad en su estructuración, se encontró que los siguientes eran los costos aproximados:

Tabla 5: Costos de realizar ofertas públicas en el Perú

Costos	Valor de la Emisión (US\$ millones)			
	5	10	40	150
I. Preparación de la oferta pública	145,400.00	146,900.00	180,000.00	202,200.00
II. Inscripción y colocación	61,117.00	113,517.00	326,717.00	821,717.00
Costo total de efectuar la emisión	206,517.00	260,417.00	506,717.00	1,023,917.00
% del monto de emisión	4.13%	2.60%	1.27%	0.68%
III. Costos recurrentes anuales luego de la emisión	82,820.00	84,920.00	121,800.00	186,400.00
% del montode emisión	1.66%	0.85%	0.30%	0.12%

Fuente: Instituto Peruano de Economía (IPE) (2009). *Evaluación de cambios normativos orientados a reducir el costo administrativo de la inscripción de valores mobiliarios en el Registro Público del Mercado de Valores*. Lima.

Una tendencia que este estudio resalta sobre el comportamiento de los costos es que la proporción de los mismos varía dependiendo del monto emitido. A mayor monto emitido, los costos se abaratan en términos porcentuales. Esto significa que la oferta pública primaria es una buena herramienta cuando los montos emitidos son grandes. Para emisiones pequeñas, el mecanismo se va tornando más y más costoso.

Evidentemente, las emisiones a ser realizadas vía PFC serán menores a US\$ 5 millones, que es el monto menor que se manejó en el estudio, por lo que no se ajustaría exactamente a los parámetros usados. Pero lo que sí podemos afirmar con cierto sustento es que usar este mecanismo para emisiones pequeñas terminaría siendo altamente ineficiente. Lo más probable es que los costos iniciales que se deban afrontar en la preparación de la oferta sean muy altos para una Startup o Mype, y difícilmente estas compañías arriesgarían el poco capital que tienen si ni siquiera tienen la seguridad de levantar el financiamiento que necesitan al final del proceso.

¹³ La actualización más reciente de este reporte se aprobó por resolución SMV 012-214 para reflejar los principios del nuevo Código de Buen Gobierno Corporativo.

El estudio también identificó costos no monetarios. Éstos fueron divididos en tres grupos:

- Costos asociados al tiempo dedicado a la emisión por el personal de la empresa emisora.
- Costos de oportunidad derivados de los plazos que se requieren para realizar una emisión.
- Costos derivados de la incertidumbre respecto al proceso de emisión.

Del análisis de estos costos, quiero rescatar la siguiente conclusión a la que llegó el estudio y que me parece clave para entender por qué muy pocas compañías optan por emitir valores vía oferta pública:

“Un aspecto de mucha importancia que surgió en las entrevistas es que la considerable incertidumbre relacionada con el proceso de emisión, especialmente respecto al tiempo que pueda tomar éste, es un factor que afecta muy fuertemente las decisiones de emisión. Este plazo incierto, así como la incertidumbre respecto al éxito de la colocación en el mercado, usualmente descalifica a la emisión pública de títulos como mecanismo de financiamiento porque en general los potenciales emisores tienen necesidad de fondos en plazos específicos y más cortos de lo que en promedio toma un proceso de emisión.” (IPE, 2009, p. 35-36).

Este estudio se realizó antes de que la SMV creará el Mercado Alternativo de Valores (MAV). Este es un segmento del mercado de valores con menores exigencias regulatorias que busca promover la entrada al mercado de capitales de medianas y pequeñas empresas. Tal es así que es un requisito obligatorio para valerse de este régimen que la compañía tenga ingresos anuales promedio en los últimos tres ejercicios no mayor de 350 millones de soles¹⁴.

Los principales cambios del MAV en comparación con el régimen general son los siguientes:

¹⁴ Reglamento del MAV: “Artículo 4. (...) 4.2. Pueden participar en este mercado las empresas domiciliadas en el Perú que cumplan con lo siguiente: (...) 4.2.1. Sus ingresos anuales promedio por venta de bienes o prestación de servicios en los últimos tres (3) ejercicios, no deben exceder de trescientos cincuenta (350) millones de Soles o su equivalente en dólares americanos, según la información financiera anual disponible o declaraciones anuales de impuestos, o del monto por ventas contenido en la definición de créditos corporativos establecido en la Resolución SBS N° 113562008 y sus modificatorias o la norma que la sustituya; el que resulte mayor. (...)”

- Un plazo de inscripción de 15 días hábiles en vez de 30 días hábiles.
- Presentación de información financiera auditada anual y memorias del último ejercicio en vez de los últimos dos ejercicios con ocasión de la oferta.
- No necesariamente debe presentar estados financieros adecuados a las NIIF vigentes, bajo condición de adecuarlos para el ejercicio siguiente.
- Recién a partir del tercer año deben completar el reporte sobre el cumplimiento del código de buen gobierno corporativo.
- No presentan el reporte de sostenibilidad corporativa.
- Presentan información financiera semestral y no trimestral.
- Establece un régimen sancionatorio especial con menores multas para infracciones vinculadas a obligaciones informativas.
- La colocación de los valores puede ser realizada directamente por el emisor sin necesidad de un agente de intermediación.

El MAV, sin embargo, conserva otros costos del régimen general, de los que quiero destacar los siguientes:

- Aún se requiere aprobación previa de la SMV, quien puede realizar observaciones al prospecto.
- El estructurador sigue teniendo responsabilidad solidaria dentro del marco de su competencia profesional por las inexactitudes u omisiones del prospecto informativo¹⁵.
- * Aplicación del Reglamento de Hechos de Importancia. *
- Presentación periódica de información financiera auditada.
- Costos no monetarios.

El MAV bajó ligeramente la valla, pero no introdujo un cambio drástico. Sigue siendo un trámite costoso, que lleva tiempo, y que genera incertidumbre en los emisores. No es sorprendente que muy pocas compañías lo utilicen. Para una Startup o Mype el problema sigue siendo prácticamente el mismo. No pueden correr el riesgo de

¹⁵ Reglamento del MAV: “Artículo 13. Régimen de responsabilidad solidaria.- Son solidariamente responsables con el emisor u ofertante, frente a los inversionistas, las personas a que se refiere el inciso d) del artículo 56 de la Ley respecto al ámbito de su competencia profesional y/o funcional, por las inexactitudes u omisiones del prospecto informativo a presentarse.”

incurrir en tantos costos en términos de dinero y tiempo cuando existe un riesgo muy alto de no llegar a su meta de financiamiento y que todo sea en vano.

Descartando las ofertas públicas por régimen general o el MAV, cabe mencionar que aún existe una vía que permitiría llevar a cabo, en cierta medida, actividades de ECF. Si la oferta lanzada a través de una PFC estuviera destinada única y exclusivamente a inversionistas institucionales, se consideraría una oferta privada¹⁶ por lo que no habría necesidad de registro ante la SMV.

El problema es que una dirigida solamente a inversionistas institucionales desnaturaliza lo que se pretende lograr con el Crowdfunding, que es llegar a las masas. El universo de potenciales inversionistas se reduciría demasiado. En mi opinión sería, además, totalmente inviable puesto que sería muy difícil que los principales inversionistas institucionales en el mercado peruano, como las AFP y Bancos (cuyas inversiones elegibles están estrictamente reguladas), inviertan en instrumentos financieros tan riesgosos como los emitidos por una Startup o Mype, sin importar que tanto potencial de crecimiento tenga. Peor aún si a ello se le suma la iliquidez de estos activos.

3.3.3. Proyectos de ley en curso

A inicios del año 2018, el superintendente de la SMV, José Manuel Peschiera, anunció que se tenía planeado tener lista para este año una propuesta normativa que regule el ECF. Recordó que a inicios del año 2017, la SMV ya había enviado una propuesta al Ministerio de Economía y Finanzas, el mismo que sería trabajado también con la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs (El Comercio, 2018).

Por otro lado, el 27 de junio de 2018, fue presentado por la bancada de Fuerza Popular el Proyecto de Ley N° 3083/2017 – CR, Ley que regula el régimen jurídico de las plataformas de financiamiento participativo – PFP. Esta se trata de una propuesta hecha en coordinación con la Asociación de Fintech del Perú, basándose en un

¹⁶ Artículo 5.- Oferta Privada.- *Es privada la oferta de valores mobiliarios no comprendida en el Artículo anterior. Sin perjuicio de ello y siempre que no se utilice medios masivos de difusión, se considera oferta privada:*

a) La oferta dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales. Los valores mobiliarios adquiridos por estos inversionistas no podrán ser transferidos a terceros durante un plazo de doce (12) meses desde su adquisición, salvo que lo hagan a otro inversionista institucional o se inscriba el valor previamente en el Registro Público del Mercado de Valores; y,

b) La oferta de valores mobiliarios cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo, sea igual o superior a doscientos cincuenta mil Nuevos Soles (S/. 250,000). En este caso, los valores no podrán ser transferidos por el adquirente original a terceros, con valores nominales o precios de colocación inferiores.

proyecto preparado por el Centro de Emprendimiento e Innovación de la Universidad del Pacífico en el 2016, y que no ha contado con coordinación alguna con la SMV. Se trata de una propuesta desarrollada paralelamente.

Considero que el proyecto de ley presentado necesita muchos ajustes, tanto por lo que dice, como por lo que omite. No obstante, es una señal de que, a diferencia del 2014 cuando la SMV se limitó a emitir un comunicado avisando sobre la ausencia de autorización de las plataformas de financiamiento colectivo en el Perú, a la fecha ya existe voluntad política para regular el tema.

3.4. Conclusiones

- (a) Existe una brecha de financiamiento hacia las Startups y Mypes en el Perú que no es cubierta por el sistema financiero ni por fuentes alternativas de financiamiento, como lo son las redes de inversionistas ángeles, firmas de capital de riesgo, incubadoras, aceleradoras, y programas estatales.
- (b) El Crowdfunding se presenta como una alternativa más que, aprovechando las ventajas de Internet y la enorme fuente de financiamiento que representan los recursos del público en general, puede servir para acortar la brecha de financiamiento mencionada.
- (c) El ECF en particular es una alternativa dirigida principalmente a Startups o Mypes orientados a la innovación y que tienen un potencial de crecimiento rápido. No es una alternativa que pueda ser usada por Mypes masivamente. Su impacto no debe medirse en base a cantidad de compañías financiadas sino en base a los beneficios generados por aquellas pocas que se financien exitosamente, tales como la aparición de productos y servicios innovadores, aumento del consumo, mayor empleo, recaudación fiscal, entre otros.
- (d) La normativa actual del mercado de valores impide que el ECF se desarrolle. Tanto el régimen general como el MAV generan costos monetarios y no monetarios que son excesivos desde el punto de vista de las Startups y Mypes. Estos costos las afectan en mayor medida porque les es mucho más difícil afrontar las pérdidas de una posible emisión fallida.

- (e) Lo que se necesita es un régimen especial que sea radicalmente diferente a lo que existe hoy día y que evidentemente no ha funcionado. Un régimen hecho a la medida para que pueda ser empleado por Startups y Mypes.



CAPÍTULO IV: ¿CÓMO REGULAR EL EQUITY CROWDFUNDING EN PERÚ?

En el primer capítulo se describió detalladamente en qué consiste el Crowdfunding, cuáles son sus modalidades, qué personas participan en el proceso y bajo qué incentivos, cuáles son las etapas del proceso para captar financiamiento, y cuál es la situación de la industria a nivel global. Seguidamente, en el capítulo II, se analizó, desde la teoría económica, sobre qué paradigma descansa el ECF y qué problemas económicos debe enfrentar. Finalmente, en el capítulo III anterior, se pasó a describir cuál era la problemática en el Perú respecto al financiamiento de micro y pequeñas empresas en términos generales y por qué, pese a ser un mecanismo adicional que podría ayudar a ciertas micro y pequeñas empresas a innovar y crecer, el ECF aún no es viable bajo la regulación vigente.

Ahora, lo que sigue, es analizar específicamente los aspectos relevantes del ECF en relación a los cuales se necesita regulación y formular propuestas para cada uno. Podemos dividir la regulación en seis grandes temas: (i) reglas que rigen la oferta pública bajo la modalidad de ECF, (ii) las reglas aplicables a los emisores (iii) reglas que regulan la relación entre las PFC con los emisores, (iv) reglas que regulan la relación de las PFC con los inversionistas, (v) reglas relativas a la relación de las PFC con el regulador, y (vi) reglas que establezcan las consecuencias legales en casos de fraude. Cada uno de estos bloques constituye un subcapítulo.

No es el objetivo de este capítulo redactar los artículos de una propuesta legislativa. Lo que se busca es identificar los temas más relevantes, analizarlos y proponer cómo regularlos. De manera que, por regla general, el análisis de cada aspecto concluirá con una propuesta sobre el contenido de una potencial regulación y no un texto concreto a ser usado en una norma legal.

Asimismo, cabe mencionar que las propuestas que a continuación se plantearán implican un cambio de paradigma al que actualmente impera en la regulación peruana de mercado de valores. Nuestra actual regulación está muy focalizada en la protección del inversionista y no se enfoca en facilitar la realización de ofertas. Si queremos que las Startups y Mypes utilicen la oferta pública como herramienta para financiarse

debemos experimentar con una regulación a su medida, una regulación que sea flexible y que genere costos que éstas puedan afrontar. La protección al inversionista deberá ser sacrificada para lograr ello, sin que ello implique que sea dejada de lado o que el regulador se desentienda completamente de la supervisión de estas actividades. Aunque las inversiones disponibles vayan a ser de alto riesgo y quizás no se revele el nivel y calidad de información típicos de los regímenes existentes, en lo que la normativa sí puede enfocarse es en garantizar que el mecanismo de financiamiento funcione de manera segura y establecer medidas orientadas a la prevención del fraude.



Subcapítulo I Un tipo especial de Oferta Pública

4.1.1. ¿Registrar o no registrar?

Las ofertas de acciones que se realizan en el marco del ECF califican indiscutiblemente como una ‘oferta pública’ bajo la regulación peruana¹⁷. No solamente cumple cabalmente con la definición, sino que no encaja en ninguno de las excepciones específicas del artículo 5 de la LMV, que trata los casos de ofertas privadas¹⁸. Como consecuencia de ello, bajo el marco regulatorio actual, la oferta pública de valores en una campaña de ECF debiera ser inscrita en el RPMV y, facultativamente, en el RBV.

Ya he indicado en el capítulo anterior lo costoso que es acceder a este registro actualmente, incluso para el caso de una oferta pública bajo el MAV. De manera que, la primera cuestión a determinar en relación a las ofertas públicas realizadas a través de una Plataforma, es si la oferta debe o no ser registrada en el RPMV.

4.1.1.1. Legislación Comparada

Antes de definir una propuesta, considero útil describir de qué manera se ha regulado este aspecto en otras jurisdicciones. En este caso tomaré como referencias los Estados Unidos y a ciertos países de la Unión Europea.

En el caso de Estados Unidos, el JOBS Act, en su título III introdujo una excepción al registro de una oferta pública bajo el Securities Act de 1933, agregando el numeral 4(a)(6) según el cual:

“Section 4. (a) The provisions of section 5 shall not apply to—

(...)

¹⁷ De acuerdo a la LMV, artículo 4, “es oferta pública de valores mobiliarios la invitación, adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios”.

¹⁸ Artículo 5. Oferta privada. Es privada la oferta de valores mobiliarios no comprendida en el artículo anterior. Sin perjuicio de ello, se consideran ofertas privadas las siguientes:

a) La oferta dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales. Los valores mobiliarios adquiridos por estos inversionistas no pueden ser transferidos a terceros, salvo que lo hagan a otro inversionista institucional o se inscriba el valor previamente en el Registro Público del Mercado de Valores.

b) La oferta de valores mobiliarios cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo sea igual o superior a doscientos cincuenta mil nuevos soles (S/. 250 000,00). En este caso, los valores no pueden ser transferidos por el adquirente original a terceros con valores nominales o precios de colocación inferiores.

c) Aquellas que establezca Conasev.”

- (6) transactions involving the offer or sale of securities by an issuer (including all entities controlled by or under common control with the issuer), provided that—*
- (A) the aggregate amount sold to all investors by the issuer, including any amount sold in reliance on the exemption provided under this paragraph during the 12- month period preceding the date of such transaction, is not more than \$1,000,000;*
- (B) the aggregate amount sold to any investor by an issuer, including any amount sold in reliance on the exemption provided under this paragraph during the 12- month period preceding the date of such transaction, does not exceed— (i) the greater of \$2,000 or 5 percent of the annual income or net worth of such investor, as applicable, if either the annual income or the net worth of the investor is less than \$100,000; and (ii) 10 percent of the annual income or net worth of such investor, as applicable, not to exceed a maximum aggregate amount sold of \$100,000, if either the annual income or net worth of the investor is equal to or more than \$100,000;*
- (C) the transaction is conducted through a broker or funding portal that complies with the requirements of section 4A(a); and*
- (D) the issuer complies with the requirements of section 4A(b).”*

De acuerdo a este nuevo numeral del Securities Act, no será necesario registrar las ofertas públicas ante la SEC siempre que cumplan con los requisitos antes expuestos, es decir, cumplan con un tamaño máximo, existan límites de inversión por inversionista y se realice a través de una Plataforma o un “bróker”, que es el equivalente al agente de intermediación bajo ley peruana. Sin perjuicio de que cada uno de los requisitos son materia de análisis más adelante, lo que quiero recalcar por ahora es que Estados Unidos plantea que estas ofertas, sujetas al cumplimiento de ciertas condiciones, se encuentran exentas de registro y aprobación previa del regulador correspondiente.

Por otro lado, en el caso de la Unión Europea, la realización de ofertas públicas por parte de Startups y Mypes es posibilitada por la existencia de una excepción especial en el Reglamento UE 2017/1129 (14 de junio de 2017), que es una norma comunitaria coloquialmente denominada como el “*Prospectus Directive*”. De acuerdo a esta norma, ningún estado miembro puede exigir la elaboración de un prospecto y su aprobación por parte del ente regulador de dicho estado, si la oferta de valores está por debajo del millón de euros. Asimismo, establece que cuando la oferta se realice por

montos entre un millón y ocho millones de euros, queda a discreción de los estados miembros regular si aplicará o no una excepción a la preparación y aprobación previa de prospectos. En el numeral 4.1.5 se explica con mayor detalle estos requisitos y los límites que existen por país.

Tanto en el caso de Estados Unidos como de la Unión Europea, se puede observar que la opción legislativa es la de brindar una alternativa exenta de registro ante los reguladores del mercado de valores. La razón de ello es, en términos generales, impedir que el emisor tenga que cumplir con los costosos requisitos de registrar la oferta, y además, que no tenga que cumplir con la batería completa de obligaciones derivadas de tal registro, lo cual es un problema en todas las jurisdicciones.

Finalmente, cabe hacer una precisión de la regulación de Estados Unidos. Si bien la oferta está exenta de registro, se exige que los emisores preparen y presenten a la SEC y al intermediario involucrado un formato denominado “Form C” que contiene información mínima que el emisor debe revelar a los inversionistas. La información que se exige incluye, por ejemplo, información de sus directores y gerentes, su estructura accionaria, características de la oferta, información financiera, características de las acciones ofrecidas, riesgos, entre otros. Asimismo, el emisor debe presentar una actualización en forma del formato llamado ‘Form C-U’ a la SEC indicando el progreso de la campaña, salvo que el portal web que emplea provea esta información, en cuyo caso solamente se presenta al término de la campaña (SEC, 2017). Este Form C, termina funcionando como una suerte de prospecto muy simplificado, pero la gran diferencia con un prospecto es que no es materia de evaluación ni aprobación de la SEC.

4.1.1.2. Propuesta

Mi posición es que, como una medida que facilite la realización de la oferta, la misma debe estar exenta de registro ante la SMV (de ahí que a partir de este punto se usará la denominación de “Oferta Pública Exenta” para referirnos a clase de oferta materia de esta propuesta). Una oferta registrada ante la SMV implicaría la elaboración de un prospecto, documento que debe contener toda la información que exige el Manual para Ofertas Públicas, cuya elaboración implicaría excesivos costos, y que la SMV debe revisar. Además, esto implica que el emisor deberá esperar una resolución de la SMV aprobando el registro antes de poder ofrecer los valores al público, lo cual puede hacer

que el emisor pierda tiempo valioso. Esta espera podría terminar siendo larga si tomamos en consideración que la idea de regular el ECF es justamente que haya más ofertas, lo que implica una carga de trabajo mayor para la SMV y probablemente mayores demoras en la revisión de prospectos.

Es cierto que otra solución es simplemente facilitar el registro creando un régimen de registro especial, regido por reglas que lo simplifiquen tales como la exigencia de menor documentación, aprobación automática de la SMV, entre otros. Conuerdo que crear un procedimiento de registro simplificado es una manera de llegar a la misma meta, es decir, crear un régimen sencillo del que una Mype o Startup pueda valerse para realizar su oferta pública. Pero debe considerarse que, a diferencia de lo que sucedería si no se solicitara registro alguno, se estaría obligando (i) a que la SMV tenga que dedicar tiempo y trabajo a la recepción y revisión de la documentación de registro (incluso si es aprobación automática, se debe verificar que la información esté completa), (ii) a que el emisor deba esperar un pronunciamiento de la SMV (en caso no se optara por aprobación automática), y (iii) a que la normativa que regule el ECF deba estar redactada de una manera tal que deba exceptuar a los emisores de las obligaciones que se derivan automáticamente del registro de los valores (como presentación de información periódica y eventual, información sobre transferencias de acciones, entre otros).

En base a lo anterior, considero que plantear esta oferta como una registrada con requisitos simplificados no es lo recomendable. En primer lugar, porque no tendría sentido exigir un registro por un lado, y por el otro lado exceptuar a los emisores del cumplimiento de todas las obligaciones derivadas de tal registro. Para tal caso, es más sencillo no registrar en absoluto. Y en segundo lugar, registrar la oferta exige una participación a la SMV que no aporta nada en especial si partimos de la premisa de que la única función que cumplirá es la de verificar que los documentos de la oferta estén completos, pues la función de verificación podría ser asumida por las propias PFC. La intervención de la SMV podría justificarse si la misma estuviera habilitada para entrar a analizar y aprobar el contenido de los documentos de la oferta, pero esta propuesta descarta de plano esa posibilidad pues la idea es justamente agilizar la formulación de ofertas, para lo cual la intervención de la SMV debe ser mínima.

En esta línea, sostengo que es más simple, ordenado y eficiente (i) exceptuar de registro la oferta, con lo cual, en principio, no hay intervención de la SMV y los

emisores no quedan sujetos a ninguna de las obligaciones derivadas del registro; y (ii) establecer en la Ley de Crowdfunding expresamente las obligaciones que sí aplicarán al emisor de los valores, las mismas que deberían ser pocas y que se discutirán más adelante, en el subcapítulo II.

No quiero dejar de mencionar, y criticar, la postura tomada por el Proyecto de Ley. De acuerdo a su artículo 16.2.c) “*El financiamiento a través de valores, en los términos previstos en esta Ley, no tendrá la consideración de oferta pública bajo las normas de la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos*”. Con este texto se busca simplificar el tratamiento de la Oferta pero acosta de caer en un error conceptual evidente e innecesario. ¿Por qué tenemos crear la ficción legal de que una oferta que a todas luces encaja en la definición de oferta pública no es tal?

Considero que si vamos a regular el ECF no es necesario recurrir a este remedio pues basta, como se ha propuesto anteriormente, indicar que la Oferta no se registra en el RPMV, lo cual genera que no le sean aplicable la mayoría de normas regulatorias que se desean evitar, y al mismo tiempo evitamos tener que caer en el error conceptual en el que cae el Proyecto de Ley.

4.1.2. Revelación de información durante la oferta

Exceptuar de registro no significa que se proponga prescindir de un estándar mínimo de revelación de información. Sí considero importante que los emisores, en la formulación de la oferta y durante la vigencia de la misma, cumplan con un nivel mínimo de revelación de información a los inversionistas, pero ello debiera ser logrado mediante un mecanismo distinto al registro ante, y aprobación previa de, la SMV.

4.1.2.1. Legislación Comparada

Como se ha mencionada anteriormente, en Estados Unidos, bajo *Regulation Crowdfunding*, la SEC establece la obligación por parte de los emisores de enviar un documento denominado *Form C*¹⁹. Este documento se remite tanto a la SEC como a la PFC de manera previa a la realización de la oferta. Esto garantiza un nivel mínimo de revelación de información. Cabe mencionar que los emisores no deben esperar ningún pronunciamiento de la SEC respecto al *Form C*, bastando con su envío de manera previa a la oferta. Este formato recoge la información más relevante sobre el emisor y que, a criterio de la SEC, un inversionista necesita conocer para tomar una decisión

¹⁹ El formato exacto puede ser encontrado en: <https://www.sec.gov/files/formc.pdf>

informada. Varios de los contenidos de este *Form C* son usados como base de la propuesta descrita en el numeral 4.1.2.2 siguiente.

Por el contrario, en el Reino Unido no se tuvo que crear una regulación especial sino simplemente ajustar algunas normas que ya existían, principalmente en el *Conduct of Business Sourcebook* (2007), llamado abreviadamente COBS. El FCA no incluyó un listado de información mínima, limitándose a lo ya establecido en el COBS, regla 4.2.1 aplicable a la actividad de promoción financiera: “*A firm must ensure that a communication or a financial promotion is fair, clear and not misleading*” (“Una firma debe asegurarse de que una comunicación o promoción financiera sea suficiente, clara y no engañosa”). Asimismo, en un documento denominado *Policy Statement 14/4* (2014) (que explica los criterios seguidos en la materia y los cambios legislativos que se introdujeron), el FCA explica que las Plataformas deberán darle énfasis principalmente a explicar la medida en que las ofertas ponen en riesgo el capital de los usuarios. También indicó que espera que las PFC informen explícitamente sobre la ausencia de un mercado secundario, la realización o no de un proceso de *Due Diligence*, su extensión y resultados.

En España, por su parte, la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial establece en su artículo 78²⁰ la información mínima a ser brindada sobre el emisor, y en su artículo 79 un listado corto de información mínima que debe ser publicada sobre la oferta²¹. Esta información no es revisada por el regulador del mercado de valores sino

²⁰ Artículo 78. Información sobre el promotor que emite valores.

1. Los proyectos de financiación participativa instrumentados a través de una oferta de suscripción de acciones, participaciones u otros valores representativos de capital y obligaciones contendrán, al menos, la siguiente información sobre el emisor:

- a) Descripción de la sociedad, de sus órganos sociales y del plan de actividades.
- b) Identidad y currículum vitae de los administradores y directores.
- c) Denominación social, domicilio social, dirección del dominio de Internet y número de registro del emisor.
- d) Forma de organización social.
- e) Número de empleados.
- f) Descripción de la situación financiera.
- g) Estructura del capital social y endeudamiento.

2. En el caso de la emisión o suscripción de acciones, participaciones sociales u otros valores representativos de capital, también deberán constar los Estatutos sociales.

²¹ Artículo 79. Información sobre la oferta de valores.

Las plataformas de financiación participativa deberán publicar la siguiente información sobre los proyectos de financiación participativa instrumentados a través de una oferta de suscripción de acciones, participaciones u otros valores representativos de capital y obligaciones:

- a) Descripción del tipo y la clase de los valores ofertados y, de existir, el código de identificación del valor.
- b) Una breve descripción de las características esenciales y los riesgos asociados con la inversión en los valores de que se trate.

que la ley se limita a imponer la obligación a las PFC de que la información mínima sea publicada (la PFC respectiva no está obligada hacer comprobación alguna de la veracidad del contenido).

Todas estas jurisdicciones tienen en común que: (i) la ley o el regulador señala qué información debe ser revelada (aunque en caso de Reino Unido son más bien pautas), (ii) la información sobre la oferta no está sujeta a aprobación de un regulador, y (iii) no se exige que las Plataformas comprueben la veracidad de la información proporcionada.

4.1.2.2. Propuesta

En este tema, recogiendo el ejemplo de Estados Unidos, lo que propongo es que los emisores deberán preparar un reporte (parecido al *Form C*), cuyo formato podría ser elaborado por la SMV, y que contendrá la información de obligatoria revelación (en adelante el “Formulario de Oferta”). El Formulario de Oferta deberá ser completado por los emisores, remitido a la SMV y publicado en la PFC respectiva. Además debería ser de acceso público a través de la página web de la SMV.

La idea es que el Formulario de Oferta sea el documento base de la oferta. De manera adicional a este formulario, los emisores podrán dar a conocer cualquier otra información adicional que crean relevante en otros formatos y presentaciones, y a través de los medios que juzguen convenientes, siempre que la información presentada sea “*clara, precisa y veraz*”, “*no induzca a confusión o error*” y “*no sea contradictoria con la información contenida en el reporte remitido a la SMV*”. Entonces, lo que tendremos es, por un lado, un documento que seguramente será el más largo y completo vinculado a la oferta (que quizás no sea de lectura muy amigable para el público pero que será definitivamente menos complejo que un prospecto informativo típico), y por otro lado, versiones simplificadas, resúmenes, videos, anuncios, entre otros, preparados por el emisor para hacer llegar el mensaje de manera más entendible a los inversionistas, pero

c) Indicación de si los valores están representados en forma de títulos o de anotaciones en cuenta. En el primer caso se señalará la denominación de la entidad custodia. En el último caso se señalará el nombre y la dirección de la entidad responsable de la llevanza de las anotaciones correspondientes. En ambos casos se indicarán las tarifas aplicables a estos servicios.

d) Descripción de los derechos vinculados a los valores y su forma de ejercicio, incluida cualquier limitación de esos derechos. Se incluirá información sobre la amortización y remuneración de los valores o su forma de cálculo cuando no sea posible publicarla con anterioridad, pactos de recompra y limitaciones a la venta.

e) En su caso, las garantías aportadas.

siempre respetando lo dicho en el documento base, al que cualquier inversionista puede remitirse para mayor información.

Cabe mencionar que la Ley de Crowdfunding debe dejar en claro que el Formulario de Oferta, para fines legales, no es un “prospecto informativo” y se sujetará únicamente a las disposiciones establecidas en las normas especiales sobre la materia.

Ahora bien ¿qué información debería ser de obligatoria revelación? Para responder esta pregunta, debemos tener claro, primero, qué es lo que necesitan saber los inversionistas para sentirse seguros antes de invertir. A continuación, describo los principales puntos que deberían ser cubiertos:

- **¿Quién es el emisor?:** un elemento fundamental para generar confianza en el inversionista es que el emisor, como persona jurídica, y los Promotores detrás de la misma, así como cualquier otra persona involucrada, estén claramente identificadas (lo cual es, además, necesario para atribuir responsabilidad), que se dé a conocer su experiencia y qué funciones desempeñan en la compañía.
- **¿Cómo funciona el negocio del emisor?:** el inversionista debe ser capaz de entender de qué manera el emisor genera y/o generará ingresos, cuáles son los riesgos asociados, qué competidores existen en el mercado, entre otros datos que sean relevantes para el caso específico del emisor.
- **¿Cuál es la situación económica actual del emisor?:** esto significa conocer no solo el nivel de ingresos actualmente percibidos, sino la liquidez y el nivel de endeudamiento del emisor. El emisor debe, entonces, ser capaz de presentar estados financieros que reflejen fielmente su situación económica, además de dar detalles adicionales que sean de utilidad para entender estos estados financieros, como pueden ser la identificación de los contratos comerciales más importantes de la compañía o los términos de sus financiamientos.
- **¿Qué está comprando el inversionista?:** el emisor debe informar a los inversionistas, además del precio de las acciones y su metodología de cálculo, sobre todas las características relevantes de las acciones materia de

la oferta. Por ejemplo, a qué clase pertenecen, qué derechos otorgan y qué limitaciones tienen. Además, el emisor debe informar de cualquier situación que pudiera afectar a los inversionistas que acepten la oferta. Por ejemplo, si como contraprestación, la PFC también está recibiendo acciones de la compañía, pues ello puede diluir la participación de los inversionistas.

- **¿Cuál es el destino del capital obtenido?:** la administración de la compañía debe ser capaz de indicar exactamente de qué manera será utilizado el capital recaudado. Esto es una señal para los inversionistas de que la compañía actúa de forma profesional y es capaz de planificar su crecimiento. También debe revelarse el monto de las comisiones a ser pagadas a la PFC, para de esa manera saber cuánto del capital recaudado entrará efectivamente a la compañía.
- **¿De qué manera se beneficiará el inversionista?:** los inversionistas deben poder entender claramente cuál será su beneficio como accionistas. Por ejemplo, si la empresa planea repartir o no dividendos, qué derechos tienen, o cuáles son los mecanismos de salida que están disponibles.
- **¿Cuáles son las reglas que rigen el proceso de inversión?** los inversionistas deben entender las reglas de juego de la campaña. Principalmente, deben entender el proceso de adjudicación y en qué situaciones pueden solicitar la devolución de su dinero.

En base a las preguntas anteriores, debemos pasar a identificar qué información concreta se solicitará a los emisores. A continuación, se propone que la información de obligatoria revelación comprenda la siguiente:

I. Datos Generales del Emisor

- a) Denominación y tipo de persona jurídica.
- b) Número de Partida Registral.
- c) Fecha de constitución.
- d) Domicilio (donde operen sus oficinas administrativas).
- e) Número de RUC y estatus ante la autoridad tributaria.
- f) Dirección electrónica de su página web.

II. Gestión y Control del Emisor

- a) Nombres, documentos de identidad y currículum vitae de todos los directores.
- b) Nombres, documentos de identidad, y currículum vitae del Gerente General y las demás personas que ocupen cargos gerenciales. Asimismo, indicar el rol que cada persona desempeña en la organización y desde cuándo lo desempeña.
- c) Nombres y documentos de identidad de toda persona que tenga a la fecha de la oferta, directa o indirectamente, más del 4% de participación en el capital social de la compañía. En caso de ser personas jurídicas, identificar a sus beneficiarios finales.
- d) Descripción detallada de la estructura accionaria del emisor.
- e) Estatuto Social.
- f) Revelación de la existencia de convenios de accionistas y sus términos.

III. Estado del negocio del Emisor

- a) Descripción del negocio del emisor, el resultado de sus operaciones durante el último ejercicio, y su plan de negocios.
- b) Estados financieros anuales de los últimos dos años (de tener menor tiempo de existencia, entonces aquella información financiera que esté disponible) debidamente certificada por el Gerente General y/o un contador público colegiado según corresponda.
- c) Descripción de la situación financiera del Emisor.
- d) Número de empleados.
- e) Identificación de los principales riesgos asociados al negocio.
- f) Revelación de operaciones con personas vinculadas desde el inicio del año fiscal anterior cuyo monto supere el 5% del valor de la oferta.
- g) Indicación de la realización o no de un proceso de debida diligencia financiera o legal, y de ser el caso sus parámetros y explicación de los resultados.

IV. Información sobre la oferta

- a) Monto objetivo, incluyendo una declaración expresa en el sentido de que si el monto recaudado no alcanza el monto objetivo, no se emitirán acciones y las inversiones serán devueltas.
- b) Indicación de si el emisor aceptará inversiones más allá del monto objetivo, en cuyo caso debe establecerse el monto máximo que el emisor aceptará, así como la manera en que las acciones serán adjudicadas.
- c) Cantidad, tipo de valores a emitir y forma de representación.
- d) Precio unitario y método de valorización.
- e) Plazo de duración de la oferta.
- f) Descripción razonablemente detallada del destino del financiamiento.
- g) Descripción del proceso para cancelar una inversión antes de la fecha de vencimiento de la oferta.
- h) Descripción del proceso para la devolución de los fondos en caso no se llegue a la meta de financiamiento o el emisor retire la oferta.
- i) Descripción del proceso para recortar el plazo de duración de la oferta en caso se supere el monto objetivo pero no el monto máximo.
- j) Descripción de cualquier interés de la Plataforma involucrada en la transacción. Esto incluye describir (1) la contraprestación a ser pagada por el emisor, ya sea en dinero o valores del emisor, y (2) la tenencia directa o indirecta de valores del emisor, o cualquier arreglo que tenga como finalidad su adquisición, por parte de la Plataforma.
- k) Identificación de toda persona natural o jurídica involucrada en la preparación de los documentos de la oferta.
- l) Identificación de toda persona natural considerada como Promotor del proyecto.

V. Características de los valores

- a) Descripción de los derechos que los valores otorgan.
- b) Identificación de los potenciales mecanismos de salida de los inversionistas.
- c) Identificación de la existencia de límites a la transferencia de los

valores.

- VI.** Toda otra información que sea material y necesaria para que la información revelada, dentro del contexto de revelación, no sea engañosa, ni induzca a confusión o error.

En caso la revelación de cierta información satisfaga la exigencia de dos o más literales descritos anteriormente no será necesaria la repetición de dicha información, siendo suficiente que se incluya una referencia a la sección respectiva del reporte.

Quizás parezca que la cantidad de información solicitada es excesiva. Es cierto que, temáticamente, es variada, pero, a diferencia de lo que suele suceder cuando se presenta información a un regulador, en este caso el nivel de detalle de la información queda a discreción del emisor y del mercado, por lo que es mucho más flexible. Lo que sucederá es que el nivel de detalle de la información deberá ser de tal nivel que pueda cumplir las expectativas del mercado, es decir de las PFC y los inversionistas. Serán éstos quienes al final determinarán cuánto detalle en la información es óptimo.

Ahora bien, en relación a esta propuesta, corresponde hacer algunas precisiones (i) respecto a las razones de solicitar la información listada anteriormente y (ii) respecto al alcance de su contenido:

i. Tipos de valores a emitirse:

El listado de información ha sido preparado procurando utilizar el término “valores” y no “acciones”. Esto se debe a que, en principio, el ECF no necesariamente debe limitarse exclusivamente a acciones sino que otros valores mobiliarios también podrían ser ofrecidos bajo el mismo mecanismo, tales como bonos, bonos convertibles en acciones o cuotas de participación de un fondo. Sin embargo, es claro que los principales valores mobiliarios que se emiten bajo esta modalidad son acciones y es por eso que la presente propuesta está orientada a cubrir esa clase de ofertas. La preferencia por las acciones en estas ofertas se debe a que los bonos entrarían en superposición directa con el Crowdfunding, que ni siquiera constituye oferta pública y por lo tanto es más sencilla y suele ser preferida. Asimismo, las cuotas de participación de un fondo

implicarían involucrar a una sociedad administradora de fondos y en consecuencia una estructura más compleja y probablemente más costosa.

ii. Necesidad de contar con una página web:

Tomando en consideración que luego de concluida la campaña, el portal web de la PFC dejará de ser un medio de comunicación entre el emisor y sus inversionistas (salvo que la PFC decida ofrecer un servicio de esa naturaleza), y que el Internet seguirá siendo el principal medio de comunicación entre el emisor y sus accionistas, considero necesario que el emisor cuente con su propia página web. Es cierto que esto constituye un costo adicional, sin embargo, no se exige que la página web sea compleja. Puede ser una página web muy simple, siendo suficiente con que permita publicar información relevante para los accionistas, por lo que los emisores no deberían tener ningún problema afrontando el costo. Además, luego de concluida la campaña, se pueden usar parte de los fondos levantados para mejorar la página web si el emisor lo cree conveniente.

iii. Información personal de los directores y gerentes:

Se ha propuesto exigir el currículum vitae de los directores y gerentes del emisor. Sin embargo, es necesario precisar el nivel de detalle que esta información debe contener. Al respecto, cuando la SEC elevó a consulta pública las normas reglamentarias del Título III del JOBS Act, propuso que la información sobre experiencia laboral se limite a los últimos 3 años. Algunos comentaristas sugirieron aplicar un plazo de 5 años, no obstante, la SEC optó por conservar el periodo de 3 años originalmente propuesto. La justificación usada fue que, bajo *Regulation A* (que es un tipo de oferta con mayores requisitos) se exigía un plazo de 5 años, por lo que tenía sentido que *Regulation Crowdfunding* tenga una exigencia menor pero razonable. Considero que un mínimo de 3 años de experiencia laboral es un periodo razonable para que los inversionistas tengan una idea de la experiencia de un director o gerente. De todas maneras, existe un incentivo para los emisores de brindar la información más completa posible con la finalidad de generar confianza en los inversionistas, por lo que no creo que el contenido de los currículums deba ser un tema de preocupación. Muchos quizás brinden información laboral más allá del mínimo propuesto.

iv. Descripción de la estructura accionaria del emisor e identificación de los beneficiarios finales:

Para tomar una decisión informada, es necesario que los inversionistas conozcan quiénes son las personas que finalmente tienen influencia en las decisiones y acciones de la entidad en la que están invirtiendo. Esto no es posible cuando los accionistas son personas jurídicas. Por este motivo y para que la oferta sea más transparente, se propone exigir a los emisores identificar a los beneficiarios finales de las personas jurídicas que son accionistas con participación significativa (4%²²), es decir, identificar a las personas naturales que controlan a estas personas jurídicas y son quienes realmente ejercen participación significativa en el emisor. Para estos efectos la definición de control aplicable sería aquella establecida en el artículo 6 del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos. Esta tarea no debería ser difícil pues lo más probable es que los emisores presenten estructuras accionarias muy simples.

La información sobre estructura accionaria debería incluir además: (1) identificación de la existencia de otras clases de acciones distintas a las ofertadas, (en cuyo caso debería hacerse una explicación de qué las diferencia), y (2) una descripción de la manera en que los derechos derivados de las acciones ofertadas pueden verse modificados, así como afectados o limitados por los derechos derivados de otras clases de acciones.

Finalmente, debemos tomar en cuenta que la relación de accionistas y beneficiarios finales podría cambiar después de que los documentos de la oferta se hagan públicos. En ese sentido considero necesario establecer la obligación del emisor de actualizar la información sobre estructura accionaria y beneficiarios finales incluso durante la vigencia de la oferta en caso hayan cambios materiales, entendiéndose como cambios materiales que alguna persona pase a ejercer (i) participación significativa o (ii) control, según estos términos están definidos en el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos.

v. Determinación del precio y forma de adjudicación de los valores emitidos:

La mayoría de plataformas de ECF trabaja con un precio fijo y un sistema donde los valores son adjudicados en orden cronológico, debido a que es lo más sencillo y entendible para los inversionistas. Sin embargo, no se deben cerrar las puertas a que las plataformas ideen maneras innovadoras y dinámicas de fijar los precios y adjudicar los

²² Se usa como referencia una participación del 4% para ser congruentes con el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos, donde se establece que este porcentaje implica Participación Representativa.

valores. Un ejemplo es el de la plataforma Innovestment en Alemania. Esta plataforma utiliza un sistema de subasta donde el emisor y la PFC fijan un precio mínimo y los inversionistas hacen ofertas de compra sobre ese precio. Esto permite a los emisores conseguir el mejor precio posible.

Para permitir modelos innovadores como estos, la regulación debe dejar abierta la posibilidad de que el precio no esté fijado antes del inicio de la campaña, sino que sea variable y se defina durante o al finalizar la campaña. Lo que sí debe exigir la regulación es que la descripción del mecanismo para determinar el precio esté claramente explicado en los documentos de la oferta.

El mecanismo de adjudicación es importante sobre todo en los casos en que el emisor va a permitir sobresuscripciones. Si bien una opción es que el emisor simplemente emita más valores de manera que cada inversionista reciba la cantidad de acciones que ofreció comprar inicialmente y el emisor reciba más fondos, también es posible que un emisor quiera idear un mecanismo de adjudicación que permita seleccionar solamente algunas inversiones, descartar otras, y así evitar emitir más acciones, con la consecuente dilución que ello implica.

¿Por qué un emisor permitiría que su oferta sea suscrita en exceso si al final no planea aceptar fondos más allá de la meta original? Puede haber muchas razones. Por ejemplo, un emisor podría querer reducir lo más posible la difusión del accionariado y establecer como un criterio de selección el tamaño de las inversiones, de manera que se aceptarán las inversiones más grandes hasta llegar a la meta. Otra razón puede ser, en caso se utilice un sistema de subasta como el de Innovestment, encontrar a los inversionistas dispuestos a pagar un mayor precio por acción como una manera de llegar a la meta de financiamiento emitiendo incluso menos acciones de las que inicialmente se esperaba.

Ahora bien ¿cualquier mecanismo de adjudicación debería ser permitido? Aunque mi opinión es que el mecanismo de adjudicación de los valores debiera ser siempre objetivo para que exista predictibilidad y el proceso sea más transparente y justo, creo que lo correcto es dar libertad a los Promotores conjuntamente con las PFC para establecer las reglas que juzguen convenientes. Incluso podría darse el caso de aplicar un mecanismo similar a lo que se conoce como el *book building*. Esta es una técnica usada por banqueros de inversión donde se arma un libro listando las compromisos de los inversionistas donde al final los banqueros eligen

discrecionalmente cuáles se aceptan y cuáles no. Un proceso así no genera predictibilidad, pero en la medida que los inversionistas estén advertidos de las reglas aplicables para la adjudicación de los valores materia de la Oferta creo que debería estar dentro de lo permitido.

vi. Plan de Negocios:

En este aspecto, el problema está en determinar si la normativa debe señalar expresamente qué debe contener el plan de negocios o no. Podemos tomar como referencia la posición adoptada por la SEC. En sus reglas finales, la SEC optó por no especificar qué temas debe abarcar el Plan de Negocios del emisor, en contra de lo que algunos comentaristas sugirieron. La justificación de esta postura fue la de otorgar flexibilidad a los emisores debido a que son compañías que estarán realizando su oferta en diferentes estados de desarrollo y en distintas industrias, por lo que no resultaba conveniente ni eficiente establecer un listado general de información para todos los emisores.

En este aspecto coincido con la posición sostenida por la SEC. Si bien cabe la posibilidad de que en la práctica el plan de negocios presente omisiones, que para algunas personas serán materiales y quizás para otras no, también hay que considerar que los emisores tienen el incentivo de hacer un plan de negocios lo suficientemente completo para atraer inversionistas, con lo cual el mercado terminará regulando qué nivel de información es aceptable y qué nivel es insuficiente. Imponer un contenido mínimo al respecto podría convertirse en un obstáculo para algunos emisores que, por ejemplo, podrían querer mantener cierta información en reserva por una cuestión de competencia. Por estas razones, en un principio, es recomendable dejar a la discrecionalidad de los emisores el nivel de información a proporcionar relativo a su plan de negocios.

vii. Estados financieros:

La presentación de estados financieros es una exigencia de la que no se puede prescindir. No obstante, sus parámetros deben regularse para que no se convierta en un requisito excesivamente costoso y a su vez, otorgue un nivel de información que refleje con exactitud la situación de la compañía. Al respecto, se pueden identificar dos tipos de reglas: (i) reglas sobre la cantidad y calidad de la información, y (ii) reglas sobre quién asume responsabilidad por el contenido. En esta línea, debemos determinar qué

estándar de calidad se exigirá (aspecto que depende de quién prepara la información y en aplicación de qué reglas contables) y quién deberá firmar los estados financieros y avalar que su contenido refleja la situación de la compañía.

A manera de ejemplo, en el Perú, cuando se hace una oferta pública de acciones bajo el régimen general, de acuerdo al Manual para Ofertas Públicas, se exige presentar a la SMV, para efectos del registro, información financiera anual del emisor de los dos últimos ejercicios auditada por una sociedad auditora, e información financiera del último trimestre no auditada, incluyendo indicadores financieros (sin perjuicio de la información financiera consolidada en caso de ser aplicable). Esta información debe cumplir con las Normas Internacional de Información Financiera (NIIF) que emite el *International Accounting Standards Board* (IASB) vigentes internacionalmente. Obviamente, este estándar queda descartado para las Ofertas Públicas Exentas pues sería muy oneroso. Entonces, ¿cómo regular este aspecto?

En el caso de Estados Unidos, se optó por una graduación dependiendo del tamaño de la oferta. La lógica de esta graduación consiste en ser más exigentes a medida que el riesgo aumenta; considerando que el riesgo aumenta a medida que el monto de la oferta crece (SEC, 2017):

Tabla 6: Estándar de presentación de información financiera (EE.UU)

Monto agregado en los últimos 12 meses (US\$)	Estados Financieros a presentar	Estándar de contabilidad	Estándar de revisión
107,000.00 o menos	Set completo de Estados Financieros ²³ e información relativa a la declaración federal de impuestos	U.S. GAAP ²⁴	Certificación por el principal ejecutivo de la compañía de ser veraces y completos.
Más de 107,000.00 y hasta 535,000.00	Set completo de Estados Financieros	U.S. GAAP	Revisado por contador público que sea independiente al emisor
Más de 535,000.00 y hasta 1'000,000.00	Set completo de Estados Financieros	U.S. GAAP	Cuando es la primera emisión: revisado por un contador público. Para emisiones subsiguientes: auditado por un contador público. En ambos casos el contador debe ser independiente

²³ Esto incluye: el balance general, estado de ganancias y pérdidas, flujo de caja, estado de cambios en el patrimonio y notas.

²⁴ Son los principios de contabilidad generalmente aceptados en Estados Unidos (*Generally Accepted Accounting Principles*).

En todos los casos los estados financieros deben comprender los dos últimos ejercicios fiscales, o de tener menos tiempo de existencia, el periodo comprendido desde la constitución del emisor. De acuerdo a *Regulation Crowdfunding*, la razón de exigir dos ejercicios fue la de otorgar a los inversionistas la oportunidad de comparar la evolución de la compañía sin incrementar significativamente el costo del emisor. No se exigen estados financieros intermedios debido al costo adicional que pueden significar para el emisor.

Además, las reglas hacen una precisión sobre la antigüedad de los estados financieros. En caso la oferta se realice en los primeros 4 meses del año (120 días), el emisor puede utilizar los estados financieros del periodo anterior al último año fiscal si es que la información financiera relativa al último ejercicio fiscal no está aún disponible. Por ejemplo, si una oferta se realiza el Abril de 2018, y los estados financieros correspondientes al ejercicio fiscal 2017 no están aún listos, el emisor puede usar los estados financieros correspondientes a los ejercicios 2016 y 2015, en vez de 2017 y 2016.

También cabe recalcar que en Estados Unidos existe una distinción entre lo que es la revisión y auditoría de información financiera. Por su parte, la revisión se rige por los *Statements on Standards for Accounting and Review Services* (SSARS), mientras que la auditoría está regida por un estándar diferente llamado *General Accepted Audit Standards* (GAAS), ambas emitidas por el *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA). La diferencia consiste en el nivel análisis que se requiere para emitir un reporte de revisión y un reporte de auditoría, exigiendo este último un trabajo más riguroso y profundo.

De las reglas finales norteamericanas podemos rescatar varios elementos que forman parte de la presente propuesta:

- El empleo de un solo estándar de contabilidad que garantiza que los estados financieros de diferentes compañías sean comparables. En el caso de la SEC se impuso el uso del GAAP. Para el caso peruano, se utilizarían las NIIF para toda la información financiera preparada por los emisores que promuevan campañas de ECF.

- La exigencia de estados financieros del periodo que resulte más corto entre (i) los dos últimos ejercicios o, (ii) el periodo desde la constitución de la sociedad hasta la fecha más reciente posible.
- La exigencia de incluir los siguientes estados financieros: balance general, estado de ganancias y pérdidas, flujo de caja y estado de cambios en el patrimonio.
- Graduar la exigencia de revisión de acuerdo al monto de la oferta según el siguiente detalle:

Tabla 7: Estándar propuesto para presentación de información financiera

Monto agregado en los últimos 12 meses (US\$)	Estados Financieros a presentar	Estándar de contabilidad	Estándar de revisión
Hasta S/ 1'000,000.00	Set completo de Estados Financieros	NIF	Firmado por contador público colegiado y certificado por el gerente general de la compañía de ser veraces y completos.
Superiores a S/ 1'000,000.00	Set completo de Estados Financieros	NIF	Auditado por un contador público independiente del emisor.

Cabe precisar que, cuando planteo exigir auditoría de estados financieros, no es el mismo nivel de auditoría que suele pedir la regulación peruana de mercado de valores. Ésta exige que los estados financieros sean auditados por una sociedad auditora que además esté registrada ante la SMV. Obviamente, aquellas son firmas de contadores caras. El nivel de auditoría que propongo puede ser otorgado por cualquier contador independiente que esté autorizado por el Colegio de Contadores para auditar estados financieros. No necesariamente debe ser una gran firma como Ernst & Young, Deloitte, y otros. Por este motivo considero que el costo debería estar dentro del alcance de los Promotores que deseen recabar fondos por encima del millón de soles.

Finalmente, respecto a la responsabilidad por el contenido de los estados financieros, debe quedar claro que es el emisor el responsable, en general, por el contenido de todos los documentos de la oferta. No existe ninguna clase de responsabilidad solidaria entre el emisor y el auditor hacia el público inversionista. Si

existe negligencia del auditor por no haber seguido las Normas Internacionales de Auditoría (NIAs), es una responsabilidad que quedará entre el auditor y el emisor.

viii. Descripción de la situación financiera:

La finalidad de este requerimiento es facilitar el entendimiento por parte de los inversionistas de los estados financieros y brindar la información adicional que sea necesaria para evitar que los mismos guíen a los inversionistas a conclusiones erróneas.

Esta descripción debe estar en forma de narrativa y analizar, entre otros aspectos que la administración crea conveniente, y siempre que sean materiales para la compañía: (i) historia operativa, (ii) situación de liquidez, (iii) los recursos de capital con los que cuenta actualmente, (iv) financiamientos vigentes de la compañía (identificando monto de capital, tasa y plazo), y (v) el impacto que el financiamiento de los inversionistas tendrá en la situación financiera. En la medida que cierta información se superponga con el plan de negocios, el emisor puede omitirla para evitar duplicidad.

ix. Operaciones con vinculadas:

Este requisito tiene por finalidad identificar posibles conflictos de interés (que pueden perjudicar a la compañía o los inversionistas, y favorecer al tercero vinculado). Conocer de la existencia de estas transacciones le permite a los inversionistas entender mejor las relaciones financieras y comerciales del emisor, evaluar los posibles usos que podría tener su inversión, y analizar si constituyen o no un riesgo. Asimismo, obligar a los emisores a revelar esta información promueve que dejen esas prácticas pues podrían ser vistas como una señal negativa por los inversionistas, ahuyentando la inversión. Es cierto que también podrían optar por ocultar la información, pero en estos casos se expondrían a sanciones por parte del regulador (como se detallará en el Subcapítulo VI).

Por operaciones debería entenderse cualquier contrato de naturaleza financiera (préstamos, garantías mobiliarias, hipotecas, fianzas, entre otros) o comercial (como pueden ser la prestación de servicios o suministro de productos). Sin embargo, el contrato debe tener un impacto material para el emisor, por lo que se debe establecer un monto de materialidad. En ese sentido, creo razonable tomar como referencia el estándar propuesto por la SEC en *Regulation Crowdfunding*, y establecer que será material cualquier contrato cuyo monto sea igual o mayor al 5% del monto agregado de los fondos levantados a través de ofertas públicas en los últimos 12 meses (incluyendo

el monto de la oferta que se pretende realizar). Las operaciones no necesariamente deben alcanzar de manera individual el 5%, sino que bastará que de manera agregada (con la misma contraparte) lleguen a ese porcentaje.

x. Identificación de potenciales mecanismos de salida:

El mecanismo de salida es quizás uno de los aspectos más importantes para un inversionista en este contexto. Si bien, como se explicó en el Capítulo I, los inversionistas no solo actúan guiados por motivaciones económicas, si nos fijamos en el aspecto económico, la principal forma en que un inversionista recupera su inversión y obtiene un rendimiento no es la percepción de dividendos, sino la venta de sus acciones a un tercero a un precio mayor. Por este motivo considero indispensable que el emisor revele cuáles son los mecanismos de salida que existen a disposición de los inversionistas y que, de no haberlos, lo diga expresamente.

La mayoría de inversionistas que participan en campañas de ECF, invierten montos pequeños. Esto significa que se convierten en accionistas minoritarios y, por lo tanto, es muy difícil que encuentren a un comprador por su propia cuenta. Podríamos decir que la meta típica de un potencial comprador es la de obtener una participación mayoritaria en la compañía, y para ello existe la posibilidad de que llegue a un acuerdo solamente con algunos accionistas que tienen participación relevante, dejando de lado a los accionistas minoritarios, quienes no se beneficiarían de la compra.

Lo que se suele hacer para remediar este problema y garantizar un mecanismo de salida para los minoritarios es establecer en el estatuto social o un convenio de accionistas, ciertas clases de derechos como vendría a ser, por ejemplo, un derecho de *tag along*, en favor de los minoritarios. El Capítulo V analizará con detalle esta y otras clases de pactos societarios que son importantes para el ECF.

En cuanto a la forma de plasmar la propuesta aquí desarrollada en una normativa, recomendaría que la Ley de Crowdfunding establezca de manera genérica que los emisores deberán revelar la información que la SMV establezca reglamentariamente. Esto posibilitará que la SMV realice los ajustes que sean necesarios de acuerdo a cómo vaya evolucionando el mercado. Es decir, el detalle que se ha descrito en los numerales anteriores debe plasmarse en un reglamento, no en la ley.

4.1.3. Responsabilidad por el contenido del Formulario de Oferta y demás documentos informativos durante la campaña

Es necesario que alguien se haga responsable por el contenido del Formulario de Oferta y demás documentos informativos proporcionados a los inversionistas. Esta responsabilidad no debe recaer únicamente en la persona jurídica que emite los valores pues no genera ningún incentivo para que los Promotores preparen adecuadamente los documentos. Además, hacer responsable solamente al emisor puede ser contraproducente pues los daños generados serían reparados con el propio dinero de los inversionistas, perjudicando su inversión y los retornos futuros que esperan de ésta.

Por lo tanto, necesitamos determinar quién más debería responder de manera solidaria con el emisor frente a los inversionistas. En principio, lo justo es que los Promotores, en la medida que son quienes están detrás del proyecto que se financia, deberían hacerse responsables ante los inversionistas. El problema consiste en crear un criterio para identificar quiénes son considerados efectivamente “Promotores” del proyecto financiado.

La solución que propongo es que en el Formulario de Oferta deba señalarse exactamente qué personas naturales son consideradas como Promotores, señalando expresamente que son solidariamente responsables con el emisor por cualquier omisión o falsedad de información material contenida en el Formulario de Oferta y demás documentación proporcionada por el emisor a los inversionistas. Como mínimo debería ser considerado Promotor la persona que ostente el cargo de Gerente General del emisor. La inclusión de cualquier persona adicional dependerá de lo que internamente acuerde el emisor. Asumo que lo normal será que todas las personas que forman parte del equipo encargado del proyecto acuerden aparecer todos como Promotores.

Asimismo, a manera de seguridad, deberá establecerse que toda persona que sea identificada como Promotor, deberá firmar el Formulario de Oferta y legalizar dicha firma. De lo contrario, debería entenderse que no son tales. Esta formalidad tiene por finalidad que no se coloque el nombre de una persona sin su consentimiento.

En lo que respecta a la relación interna entre los codeudores solidarios, que incluye al emisor persona jurídica y a los Promotores personas naturales, sería de aplicación el artículo 1203 del Código Civil, según el cual “*En las relaciones internas,*

la obligación solidaria se divide entre los diversos deudores o acreedores, salvo que haya sido contraída en interés exclusivo de alguno de ellos. Las porciones de cada uno de los deudores o, en su caso, de los acreedores, se presumen iguales, excepto que lo contrario resulte de la ley, del título de la obligación o de las circunstancias del caso.” En consecuencia, quién realice el pago puede luego repetir contra el resto de codeudores pero respetando la parte que le corresponde a cada uno.

Y, ¿qué hay de la PFC? ¿Debería ésta también asumir alguna clase de responsabilidad por el contenido del Formulario de Oferta? De acuerdo al Proyecto de Ley, las PFC sí asumirían responsabilidad, pero no se detiene allí. Su responsabilidad sería solidaria: “*En caso la PFP haya publicado información sin haberla evaluado con la debida diligencia, la responsabilidad frente a los inversionistas también recaerá sobre ella, siendo solidaria con el promotor*”.

Considero que una medida semejante se convierte en un desincentivo para el desarrollo de la industria y por eso no debe adoptarse. Al existir responsabilidad solidaria, las PFC estarán constantemente expuestas a ser incluidos en demandas contra emisores y Promotores. Ya sea que éstas sean inocentes o no, es decir, incluso si hubieran sido diligentes, terminarían viéndose obligados a demostrarlo en el proceso, con todos los costos monetarios y no monetarios que ello implica. E incluso demostrar su diligencia podría ser un problema debido a la ambigüedad del estándar y al análisis (sobrepotección) que el juez correspondiente podría hacer de los hechos.

Asimismo, como se verá más adelante en esta propuesta, la obligatoriedad de realizar *Due diligence* sobre el contenido de los documentos de la oferta no es común en la legislación comparada, y tampoco será obligatoria bajo esta propuesta, siendo necesario únicamente que la PFC indique si hace o no *Due diligence*, y de ser el caso describa el procedimiento para que los inversionistas, que son quienes finalmente deben asumir el riesgo de la inversión, hagan el análisis que crean necesario. Con su atribución de responsabilidad solidaria, el Proyecto de Ley, en contravención a esta propuesta, está obligando a las PFC a hacer *Due diligence* (sin explicar en qué consistiría exactamente) de toda información publicada en su página web, de lo contrario asumirá el riesgo enorme de ser solidariamente responsable con los emisores y Promotores. Esto genera un costo operativo adicional y que, en principio, no debiera ser obligatorio, pues la realización o no de *Due diligence*, y el nivel de profundidad del mismo, es un tema que debe quedar a discreción de cada PFC dadas sus posibilidades

económicas y su visión del negocio. Este tema será desarrollado más adelante, en la sección 4.3.1.

Por las razones antes expuestas, no cabe dentro de esta propuesta una regla semejante a la que plantea el Proyecto de Ley sobre responsabilidad solidaria de las PFC con los emisores y Promotores. Si la PFC tiene responsabilidad civil frente a los inversionistas, la misma deberá ser individualizada por las vías ordinarias, demostrando la existencia del daño y la causalidad entre el mismo y los actos concretos de la PFC, y no mediante una solidaridad con los emisores y Promotores, de la cual seguramente abusaran todos aquellos que opten por demandar por alguna pérdida económica. Es cierto que es importante reforzar el rol que cumplen las PFC para filtrar a los emisores cuyas acciones serán ofrecidas y así reducir el riesgo de fraudes, pero las PFC, con o sin responsabilidad solidaria, ya están incentivadas a tomar medidas al respecto. Y finalmente, el riesgo de inversión lo deben asumir los inversionistas, no siendo necesario convertir patrimonio de las PFC en una especie de fondo de garantía de la cual éstos puedan recuperar sus eventuales pérdidas.

4.1.4. Participación de intermediarios y estructuradores

Cuando se identificaron una serie de obstáculos normativos en el Capítulo III, se mencionó que la participación obligatoria de un agente de intermediación y de un estructurador registrado constituía una barrera de entrada al mercado de capitales debido al incremento en costos que significa.

Para evitar excesivos costos, considero que Ley de Crowdfunding debe:

- incluir una excepción a la regla general establecida en el artículo 50 de la LMV que exige la intervención de un agente de intermediación en toda oferta pública y;
- permitir a las Plataformas prestar servicios de estructuración.

Respecto al rol de los intermediarios, cabe precisar que la intervención de uno en este contexto sería absolutamente innecesaria pues la colocación de los valores se realiza de manera directa por el emisor a través de la página web de la Plataforma, y fuera de un mecanismo centralizado de negociación.

Por otro lado, sobre los servicios de estructuración que potencialmente podría contratar el emisor, me gustaría proponer dos reglas adicionales. La primera es permitir

que el servicio de estructuración en esta clase de ofertas pueda ser prestado por personas naturales o jurídicas sin que las mismas deban estar previamente inscritas en el RPMV como obliga el artículo 3 del Reglamento de Entidades Estructuradoras del Mercado de Valores. De esta manera, además de poder contratar este servicio con la Plataforma (que sí deberá ser una entidad inscrita en el RPMV como se explicará en el Subcapítulo V), el emisor tendrá una mayor cantidad de individuos o empresas a los que podría contratar para la estructuración y no necesariamente será limitado a contratar con las estructuradoras registradas (que son más grandes y por lo tanto prestan servicios más onerosos).

Ahora bien, ¿es necesario establecer requisitos mínimos que estas empresas o individuos deben cumplir para poder prestar esta clase de servicios, o se le debe dejar esa determinación al mercado? Considero que no se le debe imponer a los emisores a quién contratar con estos fines. Si bien se podría argumentar que se abrirían las puertas a la participación de personas inexpertas en la estructuración, me parece claro que un emisor que pretende tener éxito contratará a una persona (i) con conocimientos y experiencia suficiente que le permita estructurar la emisión, (ii) que sea costeable dadas las condiciones particulares del emisor, y (iii) que el mercado acepte (pues, recordando el listado de información de obligatoria revelación, se está proponiendo que el emisor deba identificar a toda persona que participe en la elaboración de los documentos de la oferta).

La segunda regla es establecer que, por el solo mérito de la suscripción de los documentos de la oferta por parte de quien realice actividades de estructuración para el emisor, no se incurra en responsabilidad solidaria (salvo que se identifique como Promotor), como se establece en el artículo 5 del Reglamento de Entidades Estructuradoras del Mercado de Valores y el artículo 60 de la LMV. Esto debido a que sola existencia de esta responsabilidad encarece el servicio al incurrir el estructurador en mayores riesgos. La existencia de una responsabilidad solidaria debería ser aplicada solamente en aquellos casos que expresamente se pacte. De existir, este hecho debería estar indicado en el Formulario de Oferta.

Considero que las disposiciones antes descritas son vitales para reducir los costos asociados a la etapa de estructuración de las Ofertas, y por lo tanto contribuyen a que el ECF sea una opción viable para una Mype o Startup.

4.1.5. Tamaño máximo de la oferta

La inversión en Mypes y Startups es, por definición, riesgosa. Y no solo es una inversión riesgosa en sí misma, sino que para poder hacer que el mecanismo de oferta pública sea accesible a esta clase de compañías, las ofertas deben estar exentas registro, no existiendo filtro alguno hecho por un regulador antes de que la oportunidad de inversión llegue al público. En consecuencia, con la finalidad de minimizar el impacto negativo que estas inversiones pudieran tener en el público y en la economía en general en caso fracasen, en todas las jurisdicciones estudiadas se condiciona la ausencia de registro con el cumplimiento de un tamaño máximo de la oferta.

4.1.5.1 Legislación Comparada

La mayoría de reguladores del mundo han optado por limitar el tamaño de la oferta. El siguiente cuadro resume algunos de los límites actualmente vigentes:

Tabla 8: Límites de financiamiento anuales por país

País	Límite de financiamiento (anuales por emisor)
Estados Unidos	US\$ 1'070,000.00
Reino Unido	€5'000,000.00
Italia	€5'000,000.00
España	€2'000,000.00 o €5'000,000.00 si se dirige solamente a inversionistas acreditados
Francia	€1'000,000.00
Alemania	€8'000,000.00 ²⁵

Cabe mencionar que, en el caso de la Unión Europea, el Reglamento UE 2017/1129, que reemplazó la directiva 2003/71/CE, establece como regla general, que los estados miembros deben eximir a un emisor de la preparación de un prospecto, y la correspondiente aprobación del mismo por la autoridad competente del estado miembro, cuando la oferta pública no exceda el € 1'000,000.00. Asimismo, establece que los estados miembros podrán exonerar del cumplimiento de tales obligaciones siempre que la oferta no supere los € 8'000,000.00. En consecuencia, lo que queda a discreción de cada estado es imponer un tope entre € 1'000,000.00 y € 8'000,000.00

²⁵ Este monto fue elevado de 2.5 millones de euros a 8 millones de euros en junio de 2018, aprovechando el nuevo monto máximo permitido por el Reglamento UE 2017/1129 (Thorris, 2018). El anterior reglamento ponía el tope en 5 millones de euros. Se puede apreciar que aún hay varias legislaciones nacionales que no han explotado el margen adicional proporcionado por el nuevo reglamento, manteniendo el anterior monto máximo de 5 millones.

para que aplique la exoneración. Por esta razón existen diferentes topes entre estados miembros de la Unión Europea.

4.1.5.2. Propuesta

En vista de lo anterior considero que lo prudente es que la regulación peruana establezca también un límite a esta clase de ofertas. Pero un límite de tamaño no es solamente importante como una medida de protección, sino que marcaría una clara distinción con el resto de clases de ofertas públicas disponibles bajo el régimen peruano. Y es esta distinción lo que permite que no se utilice esta nueva figura como un reemplazo de las demás. Recordemos que la idea detrás de la creación de la Oferta Pública Exenta es promover la realización de ofertas públicas por parte de Mypes y Startups y no que grandes empresas la utilicen de manera abusiva para evitar la carga regulatoria de una oferta pública registrada. Si bien un límite por monto no cierra las puertas para que una empresa mediana o grande realiza una Oferta Pública Exenta, sí lo hace más improbable debido a que sus necesidades de financiamiento son mayores a lo que la excepción les permitiría cubrir, y además tienen acceso a una mayor variedad de fuentes de financiamiento que les pueden resultar más rápidas y baratas.

Ahora, ¿por qué no establecer expresamente en la Ley de Crowdfunding que la Oferta Pública Exenta esté disponible solamente para aquellas empresas que reúnan ciertos requisitos (como ser Mype)? Es cierto que esto garantizaría que el régimen sea empleado solamente por aquellas compañías para quienes va, principalmente, dirigido. Sin embargo, si tomamos esa postura se presenta un nuevo problema, ¿dónde ponemos el límite y en base a qué criterios? No es seguro, por más expertos que se contraten, llegar a establecer un límite perfecto que satisfaga a todas las empresas que en teoría se busca favorecer. Más aún, considero peligroso trazar esta línea divisoria en una norma pues, al final del día, podría haber compañías que, de acuerdo a sus circunstancias particulares, encuentren valor en el uso de este tipo de oferta pública como mecanismo de financiamiento y que, producto de un rígido límite legal, se queden del lado equivocado de la línea injustamente. Me parece preferible dejar que este régimen sea empleado por toda aquella compañía que encuentre valor en su uso independientemente de su tamaño exacto. El único “peligro” será que alguna empresa que esté en un grado de desarrollo mayor encuentre utilidad en realizar una Oferta Pública Exenta aun estando en posibilidad de económica de realizar una oferta registrada. Pero incluso en

estos casos, que serían pocos, podemos rescatar algo positivo, y es que los inversionistas tendrían acceso a valores de una compañía más sólida y menos riesgosa.

El siguiente aspecto para analizar es la determinación del tamaño de la oferta. Si bien anteriormente he manifestado mi incomodidad con establecer límites rígidos en una ley, en este caso no hay escapatoria. Si no se fija un tamaño máximo entonces no habría forma de minimizar el riesgo generado. Además, en este caso, si el límite no permite que un emisor recaude la cantidad de fondos que necesita, existen otras fuentes de financiamiento que pueden servir de complemento. Sin mencionar que una campaña exitosa facilitará el acceso futuro a otras fuentes.

¿En base a qué criterios podríamos establecer un monto límite? En la medida que el objetivo es que la regulación permita que el ECF sea la herramienta más útil que puede ser, creo que deberíamos partir de la siguiente premisa general (y que podrá sonar un poco obvia): el monto límite debe ser suficientemente alto para permitir financiar satisfactoriamente las primeras etapas de desarrollo de una Startup o Mype. Esto nos lleva automáticamente a la siguiente pregunta, ¿cómo determinamos un límite que cumpla esta premisa?

Primero, debemos analizar en la práctica cuáles suelen ser las necesidades de capital de las compañías en cuyo beneficio se está creando este régimen excepcional, es decir Startups y Mypes. Antes de ver data concreta, creo que es importante repasar cómo se suelen categorizar los tipos de financiamiento que se otorgan a las compañías según la etapa de desarrollo de su negocio (LAVCA, s.f.):

- **Capital semilla (*seed funding*):** capital necesario para incubar una idea y transformarla en una compañía o producto. Suele provenir de los propios Promotores o de lo que se conoce como las tres “F” (*Family, Friends and Fools*), y hasta podría incluir algún inversionista ángel.
- **Capital para etapa temprana (*early stage funding*):** esta clase de financiamiento incluye los que se denominan como series A y B. Por serie A, se hace referencia a la primera ronda de financiamiento de una compañía donde participan inversionistas externos y tiene por finalidad financiar las primeras operaciones de la compañía. La serie B, por su parte, tiene por finalidad llevar a la compañía a otro nivel de desarrollo, y busca financiar

aspectos que hagan a la sostenible, tales como contratación de personal especializado, ventas, publicidad, soporte técnico, entre otros. En estas series ya participan compañías de Capital de Riesgo (*Venture Capital*).

- **Capital de expansión (*expansion capital*):** capital para compañías que han alcanzado un nivel sostenible de desarrollo (ya han demostrado ser exitosas), e incluye los financiamientos de las series C y posteriores. Un financiamiento serie C tiene por finalidad expandirse a otros mercados e incluso realizar adquisiciones de compañías más pequeñas.

En cada etapa, el nivel de financiamiento requerido va aumentando y los participantes se van volviendo más sofisticados. El ECF apunta, normalmente, a brindar capital de las dos primeras categorías, es decir, capital semilla o capital para etapa temprana. Con esta idea en mente, y pasando ya a ver casos concretos, el siguiente cuadro muestra los montos de financiamiento que ciertas Startups Latinoamericanas necesitaron durante sus primeras rondas de financiamiento (Pitchbook, s.f.)²⁶:

Tabla 9: Ejemplos de financiamientos de Startups en América Latina

Compañía	País	Tipo de Capital	Monto (US\$)
Kunfood	Perú	Semilla	50,000.00
Plaza Points	Perú	Semilla	1'350,000.00
Midocorcito	Perú	Semilla	1'250,000.00
Fandango Perú	Perú	Semilla	500,000.00
		Etapa temprana	2'000,000.00
V2Contact	Perú	Ángel	300,000.00
Chazqui	Perú	Ángel	590,000.00
Bespoken	Perú	Ángel	1'210,000.00
Culqui	Perú	Semilla	500,000.00
CloudAdmin	México	Semilla	40,000.00
Cinema App	México	Semilla	40,000.00
Underdog	México	Etapa temprana	1'500,000.00
Welcu	Chile	Semilla	150,000.00
		Semilla	600,000.00
Go Place It	Chile	Semilla	140,000.00
		Etapa Temprana	1'100,000.00
Arara	Chile	Ángel	500,000.00
Restorando	Argentina	Semilla	100,000.00
		Etapa Temprana	500,000.00

²⁶ Esta data ha sido extraída de la plataforma de internet Pitchbook, y la columna “tipo de capital” utiliza la nomenclatura empleada por esta plataforma.

		Etapa Temprana	3'200,000.00
VU Security	Argentina	Semilla	1'000,000.00
Polisofía	Argentina	Semilla	120,000.00
Kekanto	Brasil	Semilla	600,000.00
		Etapa Temprana	600,000.00
		Etapa Temprana	2'640,000.00
Viva Real	Brasil	Semilla	1'200,000.00
		Etapa Temprana	510,000.00
		Etapa Temprana	750,000.00

Se puede observar que los montos que las Startups suelen necesitar en sus primeras rondas de financiamiento oscilan entre USD 40,000 y USD 2, 000,000.00, llegando en ciertos casos (ninguno de los cuales se dio en Perú) hasta los 3 millones de dólares. Teniendo estos montos como referencia, es posible determinar un monto máximo que en la práctica permita que los emisores puedan levantar el financiamiento que efectivamente necesitan.

El monto límite que propongo para el escenario peruano es de aproximadamente S/ 5'000,000.00. Ello sin perjuicio de que, para determinar este monto, es necesario realizar un estudio estadístico mucho más completo sobre las necesidades de financiamiento de Startups y Mypes en el Perú, y además otro económico que mida el nivel de riesgo generado; ambos escapan al alcance del presente trabajo de investigación.

Finalmente, cabe mencionar que el Proyecto de Ley, sorprendentemente, guarda silencio sobre este tema. En ninguna parte establece que las Ofertas tendrían un límite de tamaño, ni delega en la SMV determinación del monto exacto. Esto genera un evidente problema pues lo único que distingue esta clase de oferta de las demás es el hecho de realizarse a través de una página web administrada por una PFC. Es decir, según el Proyecto de Ley, una compañía podría financiarse hasta por cualquier cantidad, su oferta no será considerada siquiera “oferta pública” y solo deberá cumplir con los escuetos requisitos establecidos en el Proyecto de Ley. Esto evidentemente genera que el nuevo régimen se superponga y compita con los ya existentes, y no minimiza riesgo alguno.

4.1.6. Destinatarios de la oferta y límites de inversión

Es inherente al ECF que cualquier persona pueda ser destinatario de la Oferta. Sin embargo, la discusión se produce en relación a los límites de inversión para cada

individuo que participa. Limitar la inversión individual es otra herramienta que ayuda reducir los riesgos vinculados al ECF y que es de uso muy común entre reguladores del mundo.

La idea de limitar cuánto puede o no puede invertir una persona esconde el paradigma tradicional de que el conjunto de inversionistas no acreditados es incapaz de tomar adecuadas decisiones de inversión por su cuenta y necesitan que se les impongan límites “por su propio bien”. Pese a haber cuestionado este paradigma en el Capítulo II, por una cuestión de prudencia y porque no tengo a disposición data empírica que me permita anticipar de qué manera se comportarían los inversionistas no acreditados en Perú frente a estas ofertas, sí considero recomendable establecer, inicialmente, límites razonables. Los mismos que deberían ser elevados conforme la industria se vaya desarrollando y haya arrojado resultados positivos, hasta eventualmente ser eliminados.

4.1.6.1. Legislación Comparada

Antes de hacer una propuesta concreta, corresponde revisar algunos casos de la legislación extranjera. En Estados Unidos, por ejemplo, *Regulation Crowdfunding* divide a los inversionistas en dos grupos: (i) aquellos que tienen un ingreso anual o un patrimonio neto inferior a US\$ 100,000 y (ii) aquellos cuyo ingreso anual y patrimonio neto son mayores a US\$ 100,000. Para el primer grupo aplica un límite que consiste en el número mayor entre US\$ 2,000, y el menor entre el 5% del ingreso anual o 5% del patrimonio neto. Para el segundo grupo aplica un límite del 10% aplicado al menor entre el ingreso anual y el patrimonio neto; y hasta un límite máximo fijo de US\$ 100,000. En ambos casos, los montos resultantes constituyen límites a la inversión total distribuidos en cualquier número de ofertas bajo el régimen de Crowdfunding en el plazo de 12 meses.

Por su parte, Reino Unido tiene una regulación mucho más flexible en este aspecto. Según lo indicado en el *Policy Statement 14/4*, se permite que las ofertas sean dirigidas a cualquier persona que cumpla con alguno de los siguientes:

- a) Es un cliente profesional (*professional client*);
- b) Es un cliente que confirma estar recibiendo asesoría por parte de una persona autorizada;
- c) El cliente es un contacto especializado en capital de riesgo (*venture capital*) o finanzas corporativas;

- d) El cliente es certificado como, o se auto certifica como, un inversionista sofisticado (*sophisticated investor*);
- e) El cliente es certificado como un inversionista de alto patrimonio neto (*high net worth investor*);
- f) El cliente certifica que no invertirá más del 10% de sus activos financieros invertibles (*net investible financial assets*)

Los casos descritos en los literales a), b), c), d), y e) no tienen límite de inversión. Sin perjuicio de las diferencias entre las categorías legales identificadas en estos literales, lo que tienen en común es que son personas que reúnen requisitos que las acreditan para responsabilizarse por los riesgos que asumen. Las personas comunes y corrientes pueden encajar en último literal que les impone un límite del 10% de sus activos financieros invertibles. En otras palabras, del total de activos financieros invertibles, hasta el 10% puede estar compuesto por valores ofertados mediante ECF. Se entiende por activos financieros invertibles aquellos activos líquidos a disposición de una persona, por ejemplo, efectivo en un banco o valores que pueden ser inmediatamente convertidos en dinero. No estarían comprendidos para el cálculo conceptos como tales como el valor de la casa donde se habita, pensiones o seguros de vida.

Otro ejemplo europeo es España. España también divide a los inversionistas en acreditados y no acreditados. Los inversionistas acreditados no tienen límites de inversión. Por otro lado, los inversionistas no acreditados están sujeto a límites dados en montos fijos. Las PFC deben asegurarse de que ningún inversor no acreditado invierta (i) más de €3,000 en un mismo proyecto, ni (ii) más de €10,000 distribuido en cualquier número de ofertas y PFC, en un periodo de 12 meses. Hay un tema, sin embargo, que debe resaltarse sobre la determinación del estatus de inversionista acreditado que me parece novedoso. Un inversionista que no encaja en los supuestos para ser acreditado puede renunciar a la protección que deriva de estatus de no acreditado y solicitar ser tratado como un inversionista acreditado (artículo 81 de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial). Esta renuncia, sin embargo, debe ser aceptada por la PFC. Asimismo, un inversionista acreditado puede solicitar por escrito que no se le trate como tal, en cuyo caso le aplican los límites.

4.1.6.2. Propuesta

(a) Distinción entre inversionistas acreditados y no acreditados

Los límites tienen por objetivo proteger a aquellos inversionistas que, en principio, carecen de conocimiento y experiencia suficiente para realizar inversiones exitosas. Bajo esta premisa, no tendría sentido imponer un límite a las personas que acrediten tener este conocimiento y experiencia. En esa línea, propongo que la Ley de Crowdfunding haga una distinción entre inversionistas acreditados y no acreditados para efectos de establecer límites a la inversión por proyecto.

Mi propuesta es que los inversionistas acreditados no estén sujetos a límite de inversión alguno, a diferencia del criterio seguido en Estados Unidos. La SEC, mediante *Regulation Crowdfunding*, justificó esa medida diciendo que el Crowdfunding estaba pensado para reunir pequeñas cantidades de dinero de muchos inversionistas, lo cual se desnaturalizaría si se permite que ciertos inversionistas puedan invertir sin limitación alguna, beneficio que además violaría la igualdad de oportunidades que se busca entre inversionistas. Agrega la SEC que existen otras excepciones disponibles si un emisor quiere ofrecer valores a un inversionista acreditado. Particularmente, no comparto esta visión pues limitar la participación de inversionistas acreditados implica cerrar las puertas a una potencial e importante fuente de financiamiento, reduciendo la probabilidad de que los emisores puedan alcanzar sus metas de financiamiento. En todo caso, si un emisor no desea que la participación accionaria se concentre en pocos inversionistas, siempre puede establecer como condición de la oferta un monto límite a ser suscrito por inversionista, pero el límite en este caso no tiene por qué provenir de una norma legal.

Siguiendo con la propuesta, considero que las siguientes personas deberían ser tratadas como inversionistas acreditados:

- i. Las personas que califiquen como Inversionistas Institucionales de acuerdo lo establecido en el Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales aprobado por Resolución SMV N° 021-2013-SMV-01²⁷.

²⁷ “Son inversionistas institucionales para todos los efectos del presente Reglamento las siguientes personas:

1. Los bancos, financieras y compañías de seguros y demás empresas señaladas por el artículo 16 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Ley N° 26702 y sus normas modificatorias; los agentes de intermediación; las

- ii. Las personas naturales que acrediten la contratación de un servicio de asesoría financiera por parte de una persona que (a) califica como Inversionista Institucional o (b) se dedica como parte de su giro ordinario de negocio a brindar asesoría financiera.
- iii. Las personas naturales cuyos ingresos anuales promedio de los últimos dos años sean mayores o iguales a S/ 200,000.00 o, alternativamente, que tengan un patrimonio neto igual o mayor a S/ 1'000,000.00.

Por otro lado, serán inversionistas no acreditados, y por tanto sujeto a límites de inversión todas aquellas personas naturales que no califiquen bajo alguno de los supuestos para ser considerados como inversionistas acreditados.

Para calificar a una persona como inversionista acreditado, y por ende no sujeto a límite de inversión alguno, he considerado suficiente el cumplimiento de al menos uno de estos criterios: (i) capacidad para afrontar pérdidas sin poner en riesgo la satisfacción de necesidades básicas, y (ii) conocimiento y experiencia para tomar decisiones de inversión.

Los requisitos existentes en la legislación nacional para ser considerado Inversionista Institucional combinan ambos criterios. Por ejemplo, un banco o compañía de seguros tiene capacidad para afrontar pérdidas, y conocimiento y experiencia en temas de inversión. Lo mismo puede decirse las personas naturales que cuyo patrimonio es superior a S/ 2'000, 000,00, y que tienen un portafolio de inversiones en valores igual o superior a S/ 1'000,000.00. En este sentido es evidente que ser un Inversionista Institucional es un supuesto válido para contar con la calidad de inversionista acreditado, no obstante, no creo que éste deba ser el único supuesto.

administradoras privadas de fondos de pensiones; las sociedades administradoras de fondos de inversión; las sociedades administradoras de fondos mutuos y las sociedades tituladoras.

2. Las entidades del exterior que desarrollen actividades similares a las señaladas en el numeral 1 y/o los Qualified Institutional Buyer a las que se refiere la Regla 144A de la U. S. Securities Act of 1933.

3. Las Entidades Prestadoras de Salud a las que se refiere la Ley de Modernización de la Seguridad Social en Salud, Ley N° 26790, la Oficina de Normalización Previsional – ONP y el Seguro Social de Salud – Essalud.

4. Las personas jurídicas de derecho privado o de derecho público que tengan como una de sus actividades, de acuerdo con las disposiciones legales o convencionales que las rigen, la inversión en valores. En el caso de personas jurídicas no estatales, será exigible que cuenten con un portafolio de inversiones en valores igual o superior a un millón de Nuevos Soles (S/. 1,000, 000,00).

5. Los fondos y patrimonios autónomos administrados por las personas señaladas en los numerales anteriores, siempre que la decisión de inversión sea responsabilidad de ellas y que el patrimonio neto individual del fondo o patrimonio sea igual o superior a cuatrocientos mil Nuevos Soles (S/. 400 000,00).

6. Personas naturales que cuentan con un patrimonio superior a dos millones de Nuevos Soles (S/. 2,000, 000,00), y un portafolio de inversiones en valores igual o superior a un millón de Nuevos Soles (S/. 1,000, 000,00).”

Por otro lado, al ser demasiado exigentes los requisitos para ser un Inversor Institucional, he visto por conveniente agregar los supuestos enumerados como ii) y iii). El supuesto ii) constituye una garantía de conocimiento para tomar una decisión de inversión, mientras que el supuesto iii) una garantía de capacidad para afrontar pérdidas. Considero que ambos son características suficientes para gozar del beneficio de la ausencia de límites.

Si bien el numeral iii) refleja cantidades referenciales y en gran medida discrecionales, para su determinación he tomado en cuenta algunos supuestos comparables encontrados en la legislación extranjera y que se resumen a continuación:

Tabla 10: Comparación de definiciones de inversionistas acreditados

Estados Unidos	Reino Unido		España
<i>“Accredited Investor”</i>	<i>“Sophisticated Investor”</i>	<i>“High net worth investors”</i>	<i>“Inversor Acreditado”</i>
Persona natural cuyo patrimonio neto individual o conjuntamente con su cónyuge excede de US\$1’ 000,000.	Persona cuyos conocimientos y entendimiento de los riesgos de inversión que asume han sido certificados por una firma autorizada.	Ingreso anual igual o mayor a £100,000 sin incluir dinero retirado del fondo de pensiones.	Empresarios que individualmente reúnan al menos dos de las siguientes condiciones: (i) total de partidas del activo igual o mayor a €1, 000,000, (ii) cifra anual de negocios igual o superior a €2, 000,000, (iii) recursos propios iguales o superiores a €300,000.
Persona natural cuyo ingreso individual superó los US\$ 200,000 en cada uno de los últimos dos años, o cuyo ingreso conjunto con su cónyuge excede US\$300,000 en el mismo periodo.	Una persona que se auto certifica como tal estar incurso en al menos uno de estos supuestos (i) ha formado parte al menos por 6 meses de una red o sindicato de inversionistas ángeles, (ii) ha hecho al menos una inversión en valores no listados en los últimos 2 años, (iii) ha trabajado los últimos dos años en el sector de <i>Private Equity</i> o de financiamiento a pequeñas y medianas empresas, o (iv) ha sido director de una compañía con un volumen de negocio de al menos £ 1,000,000.	Patrimonio neto de al menos £250,000.	Personas físicas que acreditan ingresos anuales superiores a €50,000 o un patrimonio financiero superior a €100,000.

Como se puede apreciar, de acuerdo a los criterios de estos países, basta el cumplimiento que un inversionista reúna o cierta cantidad de riqueza o de experiencia y conocimiento para obtener una calidad tal que le permita invertir sin límite (o en el caso de Estados Unidos, que le sea aplicable el límite más alto).

Obviamente, la determinación del monto exacto de ingresos anuales o patrimonio neto es difícil sin un estudio económico. Pero independientemente de que el monto propuesto está condicionado a los resultados de un estudio posterior, creo que lo que se debe tener en mente es que los montos exigidos deben reflejar las condiciones económicas que tiene un típico inversionista ángel en nuestro país.

Para finalizar con el tema de la distinción entre inversionista acreditados y no acreditados, cabe mencionar que no considero recomendable copiar la innovación introducida por la legislación española que permite a un inversionista no acreditado asumir voluntariamente el tratamiento de uno acreditado si se renuncia a la protección especial otorgada a los no acreditados. No recojo esta regla pues presupone que un inversionista no acreditado tiene derechos adicionales a los que podría renunciar a cambio de una inaplicación de los límites de inversión. En la presente propuesta no se pretende dar derechos adicionales a un inversionista no acreditado vinculados a la protección de sus derechos, por el contrario, se busca que todos los inversionistas tengan la misma oportunidad de hacer valer sus derechos.

(b) Límites de inversión aplicables a los inversionistas no acreditados

Pasando al tema de los límites concretos, un primer tema consiste en decidir si conviene establecer un límite global, un límite por proyecto, o ambos. Me parece claro que un límite global aplicado sobre la base del año es necesario pues de otra manera no se estaría realmente controlando cuánto está invirtiendo una persona en esta clase de ofertas. Por otro lado, complementar este límite global con un límite por oferta puede constituir una medida para promover que los inversionistas diversifiquen sus inversiones y de esa forma reduzcan el riesgo de su portafolio de inversión.

El segundo tema consiste en decidir si conviene expresar el límite en términos fijos o porcentuales. El problema con un límite fijo es que no toma en cuenta la situación concreta de los inversionistas, por lo que para algunos podría ser demasiado limitante, mientras que para otros podría no constituir limitante alguna. Este problema

no se presenta cuando se establece un límite porcentual, basado, por ejemplo en el nivel de ingresos anuales de una persona o su patrimonio neto. De manera que a mayor ingreso anual o patrimonio neto, más dinero se podrá invertir, pero manteniendo la misma exposición al riesgo para todos. El problema que presenta esta aproximación es que es más trabajoso para una PFC hacer cumplir estos límites pues puede significar tener que revisar documentación adicional que acredite el nivel de ingreso o cálculo del patrimonio neto de los usuarios para establecer el límite, sin mencionar que los usuarios podrían brindar información falsa para tener montos límite más altos de los que deberían.

Habiendo expuesto las posibilidades, sostengo que lo más recomendable es establecer como límite de inversión uno global variable equivalente al mayor entre el 10% de los ingresos anuales y el 10% del patrimonio neto. He optado por la elección del mayor valor por tres razones. La primera es porque de esa forma el inversionista puede tener mayor libertad para invertir su dinero. La segunda es porque considero que ambos conceptos son señales satisfactorias de que la persona tiene recursos suficientes para afrontar potenciales pérdidas. La tercera es porque esta regla impide problemas como el siguiente: ¿qué sucedería si una persona no ha tenido ingresos en determinado año, pero tiene un gran patrimonio neto (digamos, una cuenta millonaria en el banco)? Si la regla obligara a aplicar el valor más bajo, esta persona estaría, en estricto, impedida de invertir en cualquier oferta, situación que sería obviamente absurda.

He descartado la imposición de un límite por oferta porque, si bien es tentadora la idea de promover (por no usar la palabra “forzar”) la diversificación del portafolio de los usuarios, considero que se les debe dar libertad a los usuarios de estructurar sus portafolios como mejor vean conveniente, sin preocuparse de las imposiciones legales que un regulador, en abstracto y en total desconocimiento de su caso concreto, establezca. El porcentaje de 10% me parece un porcentaje bastante razonable para que eventuales fracasos de las compañías financiadas no tengan un impacto significativo en la situación financiera de los inversionistas no acreditados. Con el tiempo, la SMV podría ir aumentando este porcentaje. Cabe mencionar que, el hecho de que no exista por mandato de la ley un límite máximo por oferta, no impide que los emisores pongan límites en cuanto a la cantidad de dinero que están dispuestos a recibir por persona (para evitar, por ejemplo, la concentración del accionariado en pocos individuos).

Habiendo elegido un límite expresado en porcentaje, automáticamente se genera el problema para las Plataformas relativo al cálculo de la cantidad límite concreta. Claro, esta desventaja presupone que existe la obligación legal de las PFC de hacer una verificación de los ingresos o patrimonio neto de los usuarios. ¿Se justifica imponer tal obligación? Considero que no. Al respecto, lo que propongo es que las PFC se limiten, al momento en que cada inversionista crea su usuario, solicitar que el mismo declare el monto de ingreso anual y, si desea, de su patrimonio neto. En base a estos montos, el sistema de la PFC debería automáticamente calcular el límite máximo de inversión, el mismo que debería ser actualizado anualmente con cada nueva declaración de ingreso anual y patrimonio neto. Todo esto debe suceder sin que la PFC tenga que recibir y revisar documentación que acrediten los montos declarados.

Algunos quizás objeten que, con un sistema así, será muy fácil que las personas mientan al declarar con la finalidad de elevar su tope de inversión. Sí, eso es cierto, es posible mentir y de esa forma controlar casi a voluntad el límite. Sin embargo, recordemos que la razón de imponer límites en general eran dos (i) minimizar el riesgo sistémico para la economía del país, y (ii) reducir el riesgo individual que afronta cada inversionista. El riesgo sistémico depende del volumen total de dinero que se pone en riesgo mediante el uso del ECF y es un riesgo que ya está controlado a través del tamaño máximo por oferta. Por su parte, establecer límites individuales tiene por objetivo proteger a los inversionistas de incurrir en pérdidas que no pueden afrontar. La violación intencional de estos límites por el individuo lo pone en riesgo a él, y no al sistema económico. Dicho esto, ¿tiene sentido generar costos adicionales a las PFC (costo que luego es asumido por los emisores) obligándolas a verificar si las declaraciones de los usuarios son verdaderas o falsas? En mi opinión, no. ¿Se justifica invertir recursos en proteger a quién con su actuar viola las propias medidas pensadas para su protección? Si el sistema ya cumplió con darle las advertencias y recomendaciones del caso para que pueda invertir sin poner en peligro excesivo su situación financiera, no creo que se justifique.

Si creo, sin embargo, que es posible establecer un desincentivo para inflar el patrimonio neto o ingreso anual sin que las PFC tengan que hacer nada en particular. Para lograr esto, sugiero que la Ley de Crowdfunding señale expresamente que las PFC están obligadas a colaborar con la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT) cuando solicite información sobre sus clientes.

Esto generaría un riesgo permanente para aquellas personas que inflen sus ingresos o patrimonio pues la existencia de una discrepancia entre sus declaraciones a la SUNAT y lo declarado a la PFC puede generar sospechas por parte de esta entidad, que podría decidir abrir una fiscalización a la persona involucrada.

¿Podría una Plataforma imponer límites de inversión más estrictos a sus usuarios? Por supuesto. La idea de la regulación es establecer un tope, de manera que la propuesta no se puede interpretar como una restricción absoluta. En consecuencia, no restringe que ciertas Plataformas decidan trabajar con límites menores. Después de todo, nadie fuerza a un usuario a utilizar determinada página web. Si a un usuario no le satisface el límite impuesto por ser muy bajo, tiene otras opciones.

Finalmente, considero que la normativa debe definir exactamente qué se entiende por “ingreso anual” y por “patrimonio neto” (en relación a personas naturales) para efectos de la determinación del estatus de inversionista acreditado y para la determinación de los límites de inversión. En ese sentido propongo los siguientes criterios para definir estos conceptos:

- **Ingreso Anual:** El ingreso anual de un inversionista debiera ser el mismo monto declarado en su última declaración anual de impuesto a la renta ante la autoridad tributaria, SUNAT. En caso de existir sociedad de gananciales, es posible sumar los ingresos anuales de ambos cónyuges.
- **Patrimonio neto:** El patrimonio neto de un individuo es el resultado de restarle al total de sus activos, el total de sus deudas. En caso de existir sociedad de gananciales, podría considerarse el patrimonio neto de ésta.

La regulación actual del mercado de valores no da mayores especificaciones sobre el método de cálculo del patrimonio neto de una persona natural. Para efectos del cálculo de los límites de inversión, considero conveniente recoger algunos criterios que se sigue en la legislación, tanto de Reino Unido (COBS, 2007) como de Estados Unidos (General Rules and Regulations Securities Act 1933, 17 C.F.R., 1982), que señalan conceptos que no se deben tomar en cuenta para el cálculo:

- (a) El valor de la residencia principal de la persona, o el dinero obtenido producto de un préstamo donde el inmueble fue hipotecado no deben considerarse como activo.

- (b) La deuda asegurada por una hipoteca sobre la residencia principal no debe ser considerada como pasivo, salvo por la porción de esa deuda que exceda el valor de mercado del inmueble.
- (c) El dinero derivado del retiro anticipado de fondos de pensiones, o el dinero recibido en calidad de pensión no debe considerarse como un activo.

La idea de excluir estos conceptos es que el valor que arroje el patrimonio neto represente el patrimonio que un individuo puede invertir y afrontar perder. Por este motivo se excluyen activos básicos como la residencia principal y la pensión.

4.1.7. Limitaciones a la transferencia

La única jurisdicción estudiada que introdujo un periodo de tenencia mínimo obligatorio fue Estados Unidos. En la regla 501 de *Regulation Crowdfunding*, la SEC estableció que todo inversionista que adquiriera valores a través de una oferta exenta bajo este régimen especial se verá impedido de transferirlos durante el plazo de 12 meses desde su adquisición salvo que los valores sean transferidos:

- (a) En favor del propio emisor;
- (b) En favor de un inversionista acreditado;
- (c) Como parte de una oferta pública registrada con la Comisión;
- (d) En favor de un miembro de la familia del adquirente, un fideicomiso controlado por el adquirente, un fideicomiso creado en beneficio de la familia del adquirente, o con ocasión de la muerte o divorcio del adquirente o circunstancia similar.

Según lo expresado por la SEC en la exposición de motivos de *Regulation Crowdfunding*, la existencia de esta regla tiene como motivo principal evitar que inversionistas eludan los límites de inversión. En efecto, si no existiera la prohibición, un inversionista que hubiera estado limitado al participar en la oferta primaria de los valores, podría simplemente adquirir de manera inmediata cualquier cantidad de acciones en el mercado secundario de quienes participaron en la oferta primaria de los valores. Con lo cual, el límite de inversión perdería utilidad al ser fácilmente eludible.

Dada la posición de la presente propuesta respecto a la imposición de límites de inversión que fue descrita en el numeral 4.1.6 anterior, considero que no sería coherente incluir un periodo de tenencia como lo hace la regulación de los Estados Unidos.

4.1.8. Reglas adicionales

4.1.8.1. Leyendas obligatorias

Con la finalidad de garantizar que los inversionistas reciban ciertas advertencias mínimas relacionados a las ofertas, considero recomendable que los materiales de la oferta que sean puestos a disposición del público contengan de manera obligatoria ciertas leyendas orientadas a alertar sobre el tratamiento legal de estas ofertas y del alto riesgo de los valores. En ese sentido, se proponen las siguientes leyendas:

- i. Esta inversión involucra un alto riesgo. Ningún inversionista debería invertir en esta oferta a menos que pueda afrontar la pérdida de la totalidad de su inversión.*
- ii. Al realizar su inversión, los inversionistas deben realizar un análisis propio del emisor y de los términos de la oferta, incluyendo los beneficios y riesgos involucrados.*
- iii. Los valores ofertados se encuentran exentos de registro en el Registro Público de Mercado de Valores por lo que, salvo por lo expresamente establecido en la Ley N° [A] y en la Resolución SMV N° [B], la Superintendencia de Mercado de Valores no ejerce supervisión sobre el emisor de los valores.*
- iv. Los documentos relativos a la oferta no han sido revisados ni aprobados por la Superintendencia de Mercado de Valores, por lo que no existe garantía de que su contenido se ajuste a la regulación aplicable, ni de que el mismo sea completo, preciso o veraz.*

4.1.8.2. Finalización de la campaña

La Ley de Crowdfunding deberá establecer que en todo caso en el que no se llegue a la meta de financiamiento, se deberán devolver los fondos a los inversionistas (modelo “*All or Nothing*”, “*Todo o Nada*”). Esto significa que no será admisible que una PFC establezca un modelo mediante el cual los emisores tengan derecho a recibir los fondos

recaudados independientemente del porcentaje de la meta alcanzado (esto se conoce como el modelo “*Keep-it-All*” o “Quédate con Todo”).

La razón de no permitir un modelo del tipo *Keep-it-All* es proteger la expectativa de los inversionistas y reducir el riesgo de su inversión; me explico. Al momento de invertir, el emisor presenta un plan de negocios a los inversionistas, para cuya ejecución necesita determinada cantidad de dinero. Los inversionistas están invirtiendo en ese plan de negocios (no en solo una parte del mismo), y desconocen al momento de comprometer fondos si el monto meta será alcanzado o no. Si al final no se recauda el monto necesario, presumiblemente, el emisor será incapaz de ejecutar el plan de negocios en la manera en que fue propuesto a los inversionistas. Si permitiéramos que el emisor conserve los fondos pese a no llegar a la meta, estaríamos condenando a los inversionistas a participar en un proyecto inejecutable. Este riesgo aumentado desincentiva la participación del público en las Ofertas. Evidentemente, esto no es saludable para la industria.

Si bien, seguramente, las PFC terminen funcionando bajo el modelo *All or Nothing* sin que la ley tenga que decir nada al respecto, creo que debe consagrarse su uso en la Ley de Crowdfunding como una garantía para los inversionistas. Además, las reglas de esta propuesta presuponen el uso de este modelo.

Por otro lado, considero recomendable que al finalizar la campaña, exitosamente o no, el emisor tenga la obligación de informar a la SMV del resultado, para que ésta pueda publicarlo en el mismo espacio donde se encuentra publicado el Formulario de Oferta. En caso de una campaña exitosa, la comunicación a la SMV debería contener un resumen del resultado de la colocación que contemple la siguiente información mínima:

- Fecha de finalización de la campaña.
- Monto financiado.
- Acciones emitidas.
- Precio de colocación.
- Identificación de la PFC a través de la cual se realizó la oferta.
- Cantidad de inversionistas que participaron en la oferta.

Esta información sería pública y permitiría llevar un control de los emisores que han realizado exitosamente ofertas públicas de esta naturaleza.

4.1.8.3. Derecho de cancelación del compromiso de inversión y cierres prematuros de la oferta

Con la finalidad de proteger a los inversionistas durante el tiempo de vigencia de la oferta se sugieren las siguientes reglas adicionales de obligatorio cumplimiento:

- i. Todo usuario de una Plataforma tendrá el derecho de retirar su inversión en cualquier momento antes del vencimiento de la oferta sin estar sujeto al cobro de comisión o penalidad alguna. La Plataforma es responsable de la devolución de la totalidad del monto comprometido a los usuarios correspondientes, pero no se hace responsable por los cobros que las entidades financieras pertinentes efectúen ordinariamente por el uso de su sistema de pago electrónico.
- ii. En caso un emisor alcance la meta de financiamiento antes del vencimiento de la oferta, tendrá derecho a cerrar la oferta siempre que notifique su intención a los usuarios y les otorgue un plazo de 48 horas para retirar su inversión.

Las reglas descritas anteriormente tienen por finalidad garantizar el derecho de los usuarios a cancelar sus inversiones. El motivo de esto es que durante una campaña de ECF se produce una interacción (i) entre los usuarios que analizan la idoneidad de la oferta, y (ii) entre los usuarios y los emisores que responden dudas y preguntas que se les plantea. Esto quiere decir que el nivel de comprensión de un inversionista sobre el emisor, su negocio y los valores se va incrementando a medida que corren los días. Por este motivo, es necesario brindar cierta flexibilidad a los inversionistas para decidir. Entones, si llegado el momento, un inversionista llega a la conclusión de que la inversión no era tan buena como al principio creía, debe tener el derecho de cancelar el aporte.

La regla descrita en el punto ii) impide que un emisor cierre la oferta automáticamente cuando el monto meta es alcanzado antes de la fecha original de vencimiento. Si ello se permitiera, los inversionistas no tendrían forma de prever hasta qué momento pueden cancelar su aporte y podrían verse sorprendidos por un cierre

prematureo. Es por este motivo que el emisor debe notificar de la decisión de cerrar la campaña a los usuarios y darles un plazo de 48 horas que permita a los inversionistas ejercer su derecho de cancelación.

4.1.8.4. Información sobre el uso de múltiples PFC por un solo emisor

Los emisores deben tener la obligación de revelar si están empleando más de una PFC para realizar ofertas de manera simultánea. Este es un tema en el que esta propuesta se aleja de la postura que se viene observando en legislaciones extranjeras, donde se obliga a emplear únicamente una PFC.

Por ejemplo, esa fue la postura de la SEC en caso los emisores desearan realizar ofertas concurrentes. Se dieron dos razones para ello: (i) promover la creación de un grupo de inversionistas que tengan un único punto de encuentro donde vayan a compartir información y opiniones, y (ii) minimizar el riesgo de que los emisores e intermediarios eludan los requerimientos para llevar a cabo una oferta, tales como el límite máximo de tamaño por oferta o los límites de inversión por persona.

La justificación descrita en el punto (i) es muy bien intencionada pues pretende promover que funcione la ‘sabiduría de las masas’. Sin embargo, no considero que el uso de más de una PFC perjudique significativamente el intercambio de información. Siempre que el emisor anuncie en qué PFC se están llevando a cabo sus ofertas, cualquier persona estará en posibilidad de ingresar a una u otra para intercambiar información.

En relación al punto (ii), no me queda claro, exactamente en qué contribuye una prohibición de esta naturaleza para prevenir que, por ejemplo, el límite de tamaño de las ofertas sea violado. Lo único que genera es una base legal para sancionar a los infractores, desincentivando la conducta infractora. Pero si esa es la intención entonces me parece innecesario pues sobrepasar el tamaño límite, en una, dos o tres PFC simultáneamente, ya es de por sí un hecho sancionable (que genera el desincentivo buscado). Solamente estaríamos imponiendo una doble sanción por el mismo hecho.

Usar múltiples PFC no es de por sí un algo negativo. El verdadero problema que puede surgir al emplear múltiples PFC es la duplicidad de ofertas. Y esto no es un problema porque permita que un emisor sobrepase el límite legal sin que las PFC se percaten, sino porque se les estaría dando intencionalmente información incompleta a los inversionistas, que podría influir en su decisión de invertir, y además es un indicio

de fraude. En ese sentido, esa debería ser identificada como una conducta sancionable concreta y no tratar el asunto indirectamente prohibiendo el empleo de más de una PFC; más aún cuando no siempre que se usen múltiples PFC significa que exista duplicidad.

Sin perjuicio de la sanción en casos de duplicidad, creo que la prevención pasa más por un tema operativo. Me parece más eficiente obligar a las PFC a revisar, antes de publicar una oferta, que no exista duplicidad. Ello es posible pues, de acuerdo a esta propuesta, todo emisor debe enviar a la SMV un formato con información sobre la oferta antes de publicar la misma en una PFC. Al ser esta información pública y centralizada, es muy sencillo para una PFC verificar si un emisor ha enviado o no el formato a la SMV. Si observa que el emisor ya ha enviado un formato relacionado a una oferta en otra PFC, bastará con revisarlo y si existe duplicidad denegarle acceso. Cabe destacar que este mismo procedimiento permite verificar si el emisor está sobrepasando o no el límite de tamaño de la oferta antes de aceptar proceder con su publicación.

Finalmente, quiero recalcar que prohibir el uso de más de una PFC impediría que los Promotores puedan optar por la alternativa de fraccionar el monto que buscan recaudar en ofertas más pequeñas (lanzadas en diferentes PFC) con la finalidad de alcanzar a un mayor número de inversionistas. Por ejemplo, supongamos que un emisor necesita recaudar un millón de soles, pero cree conveniente fraccionar su oferta en dos. En consecuencia, hace una oferta por medio millón de soles en una PFC, y medio millón en otra; cuidándose, desde luego, de revelar este hecho y el uso que tendrá el millón de soles recaudado en total. No hay duplicidad de ofertas. Además, al hacer esto alcanzará a una mayor cantidad de personas y sus probabilidades de recaudar el millón de soles podrían incrementarse. El fraccionamiento de una oferta es un supuesto distinto al de duplicidad, y sí me parece una opción válida que puede incrementar las probabilidades de que un emisor recaude el monto que necesita.

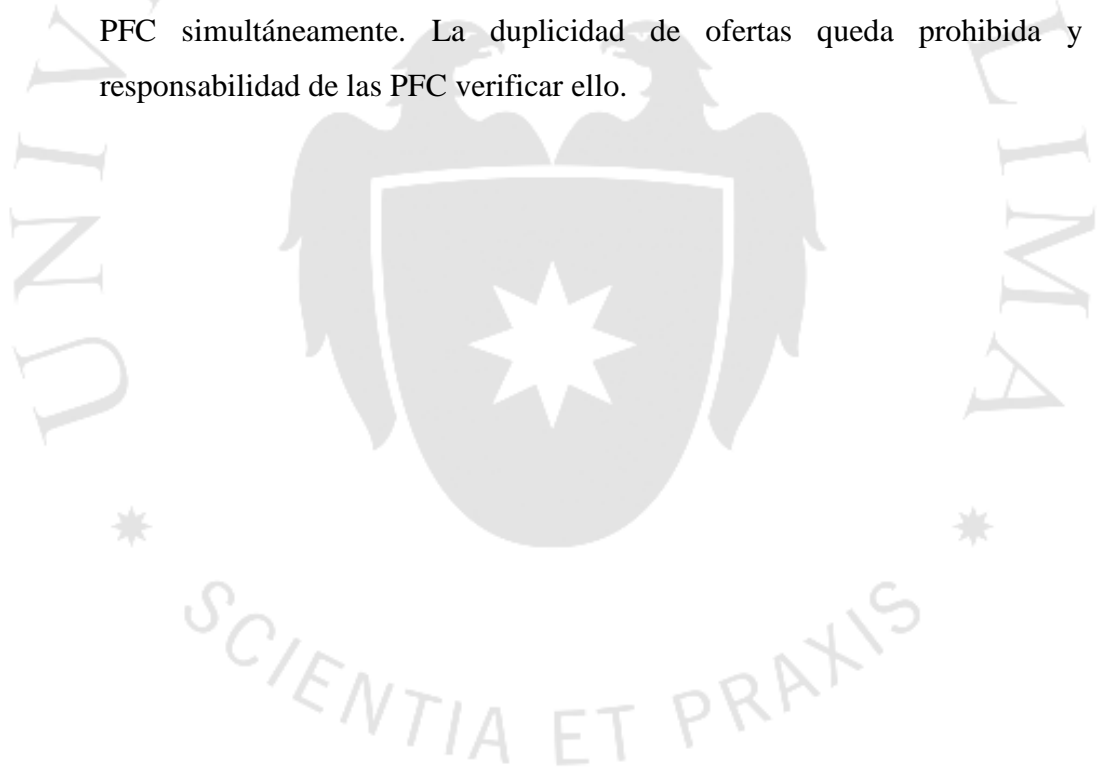
4.1.9. Conclusiones

A continuación, un resumen de los principales puntos tratados en este Subcapítulo y que forman parte de la propuesta:

- (a) Las ofertas públicas realizadas a través de una PFC estarán exentas de registrarse en el RPMV. (Por eso son denominadas a lo largo de este documento como “Ofertas Públicas Exentas”).

- (b) La norma establecerá un listado de información de obligatoria revelación para la realización de la oferta (ver numeral 4.1.2)
- (c) Deberá prepararse un documento en base a un formato aprobado por la SMV que contenga la información de obligatoria revelación (el Formulario de Oferta). Este documento será completado por los emisores y enviado a la SMV y la PFC correspondiente. La SMV se limitará a publicar el documento en su portal web.
- (d) La responsabilidad por el contenido del Formulario de Oferta corresponde a las personas que se identifiquen en el mismo como Promotores y suscriban el documento.
- (e) No se requerirá de la participación de un agente de intermediación.
- (f) Las PFC podrán ofrecer servicios de estructuración de las ofertas públicas lanzadas en sus páginas web. Este mismo servicio podrá ser brindado por cualquier persona natural o jurídica designada por el emisor sin que tenga que estar registrada ante la SMV. El estructurador no tendrá responsabilidad solidaria frente a los inversionistas salvo que ello expresamente se pacte.
- (g) Las Ofertas Pública Exentas realizadas por el emisor tendrán un tamaño máximo anual. Esto con la finalidad de (i) reducir el riesgo sistémico, (ii) diferenciarlas de las ofertas públicas realizadas bajo el Mercado Alternativo de Valores y el régimen general, e (iii) impedir que emisores grandes se aprovechen de la regulación especial para realizar ofertas sin registro.
- (h) Cualquier persona podrá ser destinataria de una Oferta Pública Exenta, sin embargo, dependiendo de si califica como “inversionista acreditado” o “inversionista no acreditado” estará sujeto a límites de inversión. Serían los inversionistas no acreditados quienes estarían sujetos a un límite de inversión equivalente al mayor entre (i) el 10% de los ingresos anuales, y (ii) el 10% de su patrimonio neto. La sección 4.1.6 desarrolla los supuestos para ser considerado inversionista acreditado y establece algunos criterios para el cálculo de los límites aplicables a los no acreditados.
- (i) Las PFC serán responsables por verificar que los límites de inversión sean cumplidos. Para ello exigirán que los inversionistas revelen mediante declaración jurada sus ingresos anuales o patrimonio neto para efectos del cálculo.

- (j) No habrá un periodo de tenencia mínimo. Los valores adquiridos podrán ser transferidos libremente en cualquier momento.
- (k) Los materiales usados por los emisores en la oferta deberán contener ciertas leyendas obligatorias descritas en la sección 4.1.8.1.
- (l) Se deberán devolver los fondos recaudados siempre que no se llegue a la meta de financiamiento trazada por el emisor.
- (m) Al finalizar la campaña, tenga o no éxito, los emisores deberán informar a la SMV del resultado a través de una comunicación que será publicada en su portal.
- (n) Los inversionistas tendrán derecho a cancelar su compromiso de inversión en cualquier momento antes de la finalización de la vigencia de la oferta.
- (o) Será posible que un emisor levante fondos fraccionando su oferta en dos o más PFC simultáneamente. La duplicidad de ofertas queda prohibida y es responsabilidad de las PFC verificar ello.



Subcapítulo II Reglas aplicables al emisor

4.2.1. Obligaciones informativas

En el subcapítulo I, se propuso que los emisores preparen un documento bajo un formato pre-aprobado por la SMV que contenga la información de obligatoria revelación al momento de la oferta. De esta manera, queda cubierto el primer contacto del emisor con sus inversionistas. Queda pendiente tomar postura sobre la regulación del flujo de información del emisor hacia los inversionistas, el público y el propio regulador una vez concluida exitosamente la oferta. Al respecto, quiero detenerme para explicar las razones que justifican la existencia de obligaciones informativas post-oferta.

La primera razón es que, en principio, tras una oferta pública se suele captar recursos de un grupo importante de personas cuyos intereses deben ser protegidos. Y la manera de hacerlo es obligando a los emisores a mantener cierto nivel de revelación de información. Con esta información los accionistas pueden estar enterados de lo que sucede con la compañía de la cual son accionistas y están en mejor posición para ejercer sus diversos derechos o realizar una transferencia a un tercero. Si bien es cierto que como accionistas tienen derecho a pedir información, en la práctica es muy posible que, al tener porcentajes minoritarios, sea difícil ejercer ese derecho, que de acuerdo a la LGS requiere de 5 %.

Ahora bien, si lo único que se buscara fuera proteger a los accionistas actuales, la información revelada por el emisor no tendría por qué ser pública. Sin embargo, lo usual es que las reglas del mercado de valores obliguen a que la información revelada sea de acceso público. Esto nos conduce a identificar la segunda razón que está detrás de las obligaciones informativas: nutrir de información al público que participa en un mercado secundario. Para que funcione un mercado secundario donde el público puede negociar, comprar y vender valores, es necesario que exista información que permita ponerle un precio a tales valores. De lo contrario, simplemente, no existirá mercado secundario. En consecuencia, si un emisor pretende, por ejemplo, listar sus acciones en

la Bolsa de Valores de Lima, está plenamente justificado que asuma cierto nivel de revelación de información al público.

Con las ideas expuestas anteriormente en mente, corresponde pasar a analizar si los emisores de una Oferta Pública Exenta deberían o no tener obligaciones informativas posteriores a la Oferta. Pero antes de esto, creo conveniente repasar de qué manera están reguladas estas obligaciones en el régimen general y en el MAV.

4.2.1.1. Obligaciones informativas en el régimen legal peruano

Podemos dividir las obligaciones informativas en dos grupos, periódicas y eventuales. Las periódicas son aquellas que ya tienen una fecha de presentación fijada cada año, como es el caso de la presentación de información financiera. La SMV aprueba cada año un calendario indicando las fechas límite de presentación de esta clase de información. Por otro lado, la información eventual es aquella información que puede surgir en cualquier momento y cuya revelación es necesaria debido a la influencia que puede tener en la decisión de inversión de una persona.

La cantidad de información periódica que se presenta en el régimen general y en el MAV es similar. Bajo el régimen general, los emisores deben presentar sus estados financieros auditados anuales conjuntamente con la memoria anual correspondiente y estados financieros sin auditar trimestrales. Por su parte, en el MAV los emisores presentan sus estados financieros auditados anuales, memoria anual y estados financieros sin auditar semestrales.

En lo relativo a la información eventual, los emisores bajo ambos regímenes están sujetos al Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada. De acuerdo a éste, todo emisor debe informar a la SMV y a la bolsa de valores donde se transen sus acciones, dentro del mismo día de ocurrido o de haber tomado conocimiento, todo hecho de importancia. De acuerdo al reglamento, constituye hecho de importancia:

Artículo 3.- (...) “cualquier acto, decisión, acuerdo, hecho, negociación en curso o información referida al Emisor, a los valores de éste o a sus negocios que tengan la capacidad de influir significativamente en:

3.1. La decisión de un inversionista sensato para comprar, vender o conservar un valor; o,

3.2. La liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos.

Asimismo, comprende la información del grupo económico del Emisor que éste conozca o que razonablemente debía conocerla, y que tenga capacidad de influir significativamente en el Emisor o en sus valores, conforme a lo señalado en el presente Reglamento.”

El reglamento incluye un anexo que lista situaciones que se consideran hechos de importancia. Sin embargo, esta lista no es taxativa, por lo que también es importante el análisis que hace cada emisor de los hechos que ocurren vinculados a su negocio para determinar si determinada información califica o no como hecho de importancia. El reglamento también incluye una regla en su artículo 5 que establece que en caso de duda, el emisor debe optar por revelar la información como hecho de importancia.

Además de los hechos de importancia, también se puede mencionar como información eventual los cambios en la composición del grupo económico del emisor de acuerdo a lo establecido en el artículo 9 del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos, o la información sobre transferencia de valores inscritos en el RPMV a favor de directores y gerentes del emisor o sus parientes según lo estipulado en el artículo 32 de la LMV, entre otros supuestos dispersos en la normativa.

El cumplimiento de estas obligaciones es difícil, incluso para grandes emisores. Desde la calificación de ciertos hechos como hecho de importancia (la misma que puede requerir asesoría externa de abogados y sobre la cual la propia SMV podría terminar discrepando), la revelación oportuna del hecho de importancia dentro del mismo día de producido el hecho, el seguimiento de procedimientos sancionadores por no revelar información o hacerlo fuera de plazo, hasta la preparación de información financiera intermedia y anual, acompañadas de las correspondientes auditorías; son en conjunto aspectos que generan costos a los emisores, no solo en dinero, sino en recurso humano y tiempo. Las compañías que actualmente tienen valores inscritos en el RPMV son capaces de encarar la carga regulatoria debido a la vasta cantidad de recursos de los que disponen.

4.2.1.2. Obligaciones informativas propuestas para el emisor que realiza una Oferta Pública Exenta

Habiendo repasado en el numeral anterior la batería de obligaciones informativas aplicables a los emisores bajo el régimen general y el MAV, corresponde hacernos la siguiente pregunta ¿deberían los emisores de Ofertas Públicas Exentas regirse por el mismo régimen? Mi respuesta es un rotundo no.

Estos regímenes presuponen que los valores emitidos serán listados en la Bolsa de Valores de Lima. En estos casos se busca que exista información suficiente para poder ponerle precio a los valores y transarlos; por ese motivo la exigencia en cuanto al nivel de revelación de información, aunque alta y algo costosa, es justificada. No obstante, ese no es el caso de los valores emitidos en Ofertas Públicas Exentas. Estos valores, por regla general, no van a ser listados en un mecanismo de negociación público inmediatamente después de su emisión. Si bien, como hemos visto en el Capítulo I, es una tendencia buscar maneras de generar un mercado secundario público de estos valores, no es lo usual. Lo normal es que los valores emitidos sean ilíquidos debido al alto riesgo que les es inherente. Al no existir un mercado secundario al cual nutrir de información, no corresponde cargarle un costo adicional a los emisores replicando las reglas de revelación de información que son actualmente aplicables de acuerdo a las normas del mercado de valores.

Con mi argumento anterior no estoy descartando que los valores emitidos puedan eventualmente ser negociados en un mecanismo público y volverse líquidos. Pero solamente cuando ello suceda corresponderá establecer un régimen de revelación de información al público y entrar a discutir qué nivel de información es el adecuado. Mientras tanto, por el solo hecho de haber realizado una Oferta Pública Exenta, no se configura el presupuesto que justifica un régimen posterior de obligaciones informativas al público.

Queda, sin embargo, un grupo a quien proteger. Al inicio de este subcapítulo, indiqué que había dos razones que justificarían imponer obligaciones informativas a un emisor. Una de ellas ya quedó descartada, pero persiste la que mencioné en primer lugar, que es la protección de los accionistas actuales del emisor que se encuentran en una posición de desventaja o, si se prefiere el término, de “asimetría informativa” frente a la administración del emisor.

Considero que los inversionistas no deben quedar desprotegidos después de efectuada la Oferta, pues, aunque existe el derecho de los accionistas en las sociedades anónimas con una participación de al menos 5% de pedir información fuera de junta²⁸, probablemente la mayoría no llegaría a tal porcentaje y, en consecuencia, no habría ninguna garantía de que el emisor mantendrá informados a sus accionistas sobre acontecimientos relevantes que impacten a la compañía.

En esa línea, y con la finalidad de garantizar que un mínimo de información relevante se encuentre constantemente al alcance de los inversionistas que participaron de la Oferta, propongo establecer (i) la obligación de preparar y presentar un reporte anual actualizando algunos aspectos que ya habían sido revelados con ocasión de la oferta y (ii) una obligación trimestral de informar únicamente sobre el destino de los fondos y el progreso en la implementación del plan de negocios. Estos reportes deberán ser compartidos con los accionistas (en el caso del reporte anual, con ocasión de la junta obligatoria anual de accionistas) y, adicionalmente, enviado a la SMV.

Sobre el reporte anual, solamente tendría que recoger algunos aspectos ya recogidos en el formato usado para la Oferta y actualizarlos. Este reporte debería contener, concretamente lo siguiente:

I. Actualización de los datos sobre directores y gerentes

- a) Nombres, documentos de identidad y currículum vitae de todos los directores.
- * b) Nombres, documentos de identidad, y currículum vitae del Gerente General y las demás personas que ocupen cargos gerenciales.
- c) Organigrama

II. Estado del negocio del Emisor

- a) Estados Financieros de los últimos dos ejercicios preparados de acuerdo a las NIIF.

²⁸ De acuerdo al artículo 52-A de la Ley General de Sociedades: “Las sociedades anónimas deberán proporcionar en cualquier oportunidad, a solicitud escrita de accionistas que representen al menos el cinco por ciento (5%) del capital pagado de la sociedad, información respecto de la sociedad y sus operaciones, siempre que no se trate de hechos reservados o de asuntos cuya divulgación pueda causar daños a la sociedad. En caso de discrepancia sobre el carácter reservado o confidencial de la información, resuelve el juez del domicilio de la sociedad.”

- b) Descripción del estado de las operaciones del negocio y grado de implementación del Plan de Negocios
- c) Descripción de la situación financiera de la sociedad, incluyendo su situación en cuanto a liquidez y el detalle de los endeudamientos en que hubiera incurrido.
- d) Descripción de cualquier emisión de obligaciones o acciones realizada en el último año.
- e) Descripción de cualquier transacción realizada con personas vinculadas que de manera individual o agregada superen el 5% del monto recaudado en la Oferta.

La fecha de corte para esta información sería el 31 de diciembre, y el reporte debería presentarse dentro del primer trimestre de cada año, debiendo ser presentado para la aprobación de la junta obligatoria anual de accionistas. El reporte anual deberá ser previamente aprobado por el directorio de la sociedad o, en su defecto, por el gerente general.

Cabe hacer una precisión sobre los estados financieros contenidos en este reporte. Cuando se realizó la oferta, se planteó que de acuerdo al tamaño de la misma, los estados financieros podían estar certificados por el gerente general y firmado por un contador público o auditados por un contador independiente debidamente autorizado. Para este caso, y con la finalidad de reducir el costo para los emisores, se propone que baste con que los estados financieros sean preparados de acuerdo a las NIIF, que estén certificados por el gerente general y firmados por un contador público, no siendo necesaria bajo ninguna circunstancia la auditoría.

Por su parte, los reportes trimestrales deberán contener únicamente (i) una descripción razonablemente detallada del uso que se le viene dando a los fondos recaudados, y (ii) una actualización del estado de implementación del plan de negocios, siendo que cualquier desvío material del plan de negocios original debe ser expresamente identificado. En otras palabras, es un reporte esencialmente operativo y que, al igual que el anual, deberá ser remitido a los accionistas y a la SMV.

Finalmente, y siendo coherentes con la razón que justifica la existencia de estas obligaciones informativas, debe quedar claro que estos reportes no son públicos. Reitero, estas no son compañías cuyos valores se negocien públicamente, por lo que no hay justificación para que personas ajenas a ella tengan acceso a esta información. El objetivo es garantizar que los accionistas obtengan esta información para hacer un debido seguimiento de su inversión. Al recibir la SMV esta misma información, (i) se asegura de que la misma existe y (ii) puede ejercer supervisión. Por ejemplo, en caso algún accionista no reciba algún reporte o habiéndolo recibido éste no contiene la información que la normativa obliga, podría poner en conocimiento de la SMV tal hecho, y ésta podría intimar al emisor para que cumpla su obligación o proceder a sancionarlo.

4.2.1.3. Inicio y Término de las obligaciones informativas

En el ECF la oferta va dirigida al público en general. Existe, por lo tanto, un interés público en juego que justifica la existencia de regulación. ¿A partir de cuándo nace ese interés público? Y, ¿qué sucede si ese interés público desaparece? Pues, evidentemente, al desaparecer aquello que justificaba la regulación, ésta debería correr igual suerte. En ese sentido, es necesario identificar qué es exactamente lo que gatilla las obligaciones informativas propuestas en el numeral anterior y en qué momento deberían cesar tales obligaciones.

Lo que determina si existe o no interés público en el contexto de una oferta de valores es la cantidad de inversionistas involucrados. Esto significa que el solo hecho de lanzar la Oferta no implica necesariamente que se vaya a justificar la aplicación de obligaciones informativas posteriores. La presencia o ausencia de un interés público, para efectos de las obligaciones informativas, depende del resultado de la Oferta. No es igual una Oferta suscrita por 35 personas a un Oferta suscrita por 550 personas. Evidentemente hay un interés público en la segunda, y no tanto así en la primera.

Corresponde entonces, tomar posición respecto a cuál debería ser el umbral que activa las obligaciones informativas. En principio, deberíamos tomar como referencia una cantidad que tenga sentido de acuerdo a la regulación vigente. Una opción es buscar en el artículo 249 de la Ley General de Sociedades, que enumera los supuestos en los que una sociedad debe transformarse a una sociedad anónima abierta. Bajo la normativa actual, la transformación a sociedad anónima abierta acarrea

automáticamente entrar bajo supervisión de la SMV y la obligación de registrar los valores de la sociedad en el RPMV, por lo que se desprende que los supuestos de transformación implican el surgimiento de un interés público. Dicho eso, los supuestos legales son los siguientes:

- (a) Haber realizado una oferta pública primaria de acciones y obligaciones convertibles en acciones;
- (b) Tener más de 750 accionistas;
- (c) Que más del 35% de su capital pertenezca a 175 o más accionistas, sin considerar dentro de ese número a aquellos accionistas cuya tenencia accionaria individual no alcance al dos por mil del capital o exceda del cinco por ciento del capital;
- (d) Que se constituya como tal;
- (e) Que todos los accionistas con derecho a voto aprueben por unanimidad la adaptación a S.A.A.

Los literales (d) y (e) implican una asunción voluntaria de la forma societaria y todo lo que implica por lo que no es necesario prestarles atención. Por otro lado, los literales (a), (b) y (c) sí describen supuestos donde surge un interés público que justifique adaptarse al tipo societario. Para la LGS, haber hecho una oferta pública primaria, tener más de 750 accionistas o que 175 accionistas posean al menos 35% del capital de la sociedad son supuestos de interés público que justifican una tutela diferenciada.

Cabe hacer una precisión respecto al literal (a), pues, si bien su texto no nos da una cantidad concreta, sí lo hace indirectamente pues nos remite al concepto de oferta pública primaria. En esa línea, si revisamos el Reglamento de Oferta Pública Primaria, específicamente la definición por componente del concepto “oferta pública” que se hace en el artículo 6, donde se dice, sobre lo que significa un “segmento del público”, encontraremos lo siguiente: *“Sin perjuicio de lo dispuesto en el párrafo anterior, para efectos de su calificación como segmento del público, se considera que un conjunto de destinatarios conformado por un número igual o mayor a cien (100) personas involucra el interés público, y se presume, salvo prueba en contrario, que dichas personas requieren de la tutela antes mencionada.”*

Entonces, de acuerdo al Reglamento de Oferta Pública Primaria, basta involucrar a 100 personas para que se presuma la existencia de un interés público digno de tutela. Con este criterio adicional, el panorama se vuelve un poco confuso. ¿En qué momento nace y en qué momento cesa el interés público que justifica las obligaciones informativas? ¿Cuándo sean más o menos de 750, 175, 100 accionistas? La coexistencia de estas cantidades en la legislación es contradictoria y dificulta establecer un umbral.

No es parte de esta propuesta arreglar la falta de congruencia de estas normas, sino simplemente determinar un umbral que permita determinar si un emisor asumirá o no obligaciones informativas luego de haber concluido su Oferta.

Considero que el criterio más razonable dentro de las opciones es el del Reglamento de Oferta Pública Primera, es decir el umbral de 100 personas. Admito que este número es por sí solo discrecional y hasta caprichoso. Después de todo, por qué no podrían ser 120, 150 o 200. No hay un método científico para llegar a él, pero por ahora, creo que la normativa sobre ECF debe ser congruente con esta cantidad. Sí creo, sin embargo, que este criterio no debería establecerse a nivel de la Ley de Crowdfunding, sino dejarse a un nivel reglamentario para que la SMV pueda ajustarlo de ser conveniente.

Habiendo puesto el umbral en 100 personas, esto significa que, en principio, solamente aquellos emisores que tengan 100 o más accionistas como resultado de la Oferta deberán cumplir con las obligaciones informativas de la Ley de Crowdfunding. Queda, sin embargo, un último problema que abordar y que debemos tomar en cuenta antes de decidir aplicar este umbral de forma tan rígida. Cuando un inversionista realiza un compromiso de inversión durante la campaña, no puede saber si al final 100 o más personas suscribirán la Oferta. Esto significa que asume un riesgo adicional pues existe la posibilidad de que, pese al éxito de la campaña, no tenga asegurado un flujo mínimo de información. Esta incertidumbre podría perjudicar la entrada de inversionistas, generando un problema que considero importante atacar.

La solución que planteo para esto es establecer un periodo durante el cual, independientemente del resultado de la Oferta, todo emisor deba cumplir las obligaciones informativas. Este periodo se extendería hasta el final del ejercicio posterior a aquel en el cual se realizó la Oferta. Esto significa, por ejemplo, si un emisor concluye su Oferta en agosto de 2018, asumirá obligaciones informativas hasta el cierre

del ejercicio 2019 (con lo cual deberá presentar el reporte anual correspondiente al 2019 dentro de los primeros 3 meses del 2020). Y solamente aquellos que superaron el umbral asumirán de forma permanente las obligaciones. Por otro lado, las obligaciones informativas cesarán después del periodo obligatorio siempre que el accionariado del emisor pase a estar por debajo del umbral de 100 accionistas.

Finalmente, considero que es necesario que la Ley de Crowdfunding precise, para evitar elusiones de las obligaciones informativas, que en aquellos casos en que se emplea un vehículo para realizar la Oferta (o cualquier otro esquema), y ese vehículo tuviera como único propósito ser el accionista de la compañía principal, es decir, aquella que realizará la actividad empresarial, entonces, para efectos del umbral, se tomará en cuenta la cantidad de accionistas del vehículo emisor, pero las obligaciones informativas recaerán en la compañía principal.

4.2.2. Comunicaciones entre el emisor y el público

4.2.2.1. Comunicaciones antes de la vigencia de la campaña

Se han escrito muchos libros y artículos sobre cómo realizar una campaña de Crowdfunding exitosa. Más allá de las diferencias, existe un consenso en la gran importancia que tiene promocionar la campaña antes de su entrada en vigencia. Si una campaña no alcanza dentro de los primeros días un porcentaje importante de su meta de financiamiento, sus probabilidades de éxito se reducen radicalmente. Los esfuerzos de promoción previa son vitales para garantizar que, en los primeros días de vigencia, una cantidad suficiente de personas contribuyan a la campaña y así gane notoriedad. La notoriedad ganada con un buen arranque de la campaña genera un efecto ‘bola de nieve’ de tal magnitud que ha habido casos de emisores que en cuestión de días o incluso horas lograron alcanzar o superar sus metas de financiamiento.

Esta dinámica entra en abierta confrontación con lo que las regulaciones de mercado de valores ordinariamente establecen. Lo normal es que antes de realizar una oferta pública de valores, el emisor, sus funcionarios y demás involucrados estén prohibidos de hacer declaraciones sobre una eventual oferta pública hasta que se solicite el registro de los valores ante el regulador, y que, incluso una vez solicitado el mismo, se impongan ciertas restricciones a lo que se puede y no se puede decir o a los medios que pueden usarse para ello.

Lo que los reguladores buscan evitar con esta clase de reglas es que los emisores condicionen al mercado para adquirir valores que no han pasado por un proceso de aprobación previa, y que, por lo tanto, podrían ser más riesgosos y/o valer mucho menos de lo que se publicita. El objetivo, como siempre, es proteger a los inversionistas. En 1959, la SEC emitió una declaración que describe claramente su posición al respecto al resolver un caso que involucró a la compañía Carl M. Loeb, Rhoades & Co.:

“(...) Indeed, the danger to investors from publicity amounting to a selling effort may be greater in cases where an issue has news value since it may be easier to whip up an speculative frenzy concerning the offering by incomplete or misleading publicity and thus facilitate the distribution of an unsound security at inflated prices. This is precisely the evil which the Securities Act seeks to prevent.”

“Desde luego, el peligro para los inversionistas generado por publicidad que forma parte de un esfuerzo de ventas es mayor en casos en una emisión tiene valor de noticia pues es más fácil generar un frenesí especulativo sobre la oferta por medio de publicidad incompleta o engañosa, facilitando la distribución de un valor poco sólido a precios inflados. Este es precisamente el mal que la Ley de Valores busca prevenir.” (Choi y Pritchard, 2008, p. 412).

Entonces, por un lado tenemos la necesidad de los Promotores de realizar todos los esfuerzos de promoción posibles antes de lanzar la oferta, y por el otro lado la noción tradicional de prevenir el condicionamiento del mercado hacia la compra de determinados valores a través de publicidad incompleta o engañosa. La Ley de Crowdfunding debe reconciliar estas dos situaciones.

a) Legislación Comparada

Estados Unidos es quizás el país donde el tema en cuestión está más regulado en el mundo. Las reglas que limitan las comunicaciones entre emisores e inversionistas son llamadas coloquialmente ‘*gun jumping rules*’. No es el objetivo entrar en el detalle de cómo funcionan estas reglas pues son complejas y, sobretodo, extensas. Lo que quiero es explicar a grandes rasgos la dinámica de las mismas, para luego pasar a explicar cómo fueron suavizadas para el caso de ofertas públicas bajo *Regulation Crowdfunding*.

Normalmente, el nivel de restricción impuesto por las reglas de *gun jumping* depende de la etapa en que se encuentre la oferta. Bajo regulación norteamericana podemos distinguir tres etapas: (i) el periodo anterior a la solicitud de registro del prospecto ante la SEC, (ii) el periodo de espera, es decir, el que le toma a la SEC evaluar, aprobar y registra la oferta, y (iii) el periodo posterior al registro (Cox, Hillman y Lagevoort, 2013, p. 213).

En la etapa previa a la solicitud de registro, el emisor está prohibido tanto de vender (sección 5 (a) del *Securities Act*) como de realizar ofertas (sección 5 (c) del *Securities Act*). El problema para los emisores en Estados Unidos se origina en la interpretación de la SEC de cuándo se entiende que una oferta está siendo realizada. Para la SEC, no importa si la publicidad está o no formulada textualmente como una oferta o una invitación, sino que se extiende a cualquier esfuerzo de venta que pueda favorecer la colocación futura de los valores. Incluso el dar información fáctica podría, dependiendo del contexto, calificar como “realizar una oferta”. Lo que está detrás de esta aplicación tan radical de la norma es la prevención del condicionamiento al público que se explicó anteriormente. Para tener una idea más clara, vale la pena revisar el siguiente texto extraído de un comunicado oficial emitido por la SEC (*Securities Act Release No. 3844*):

“It apparently is not generally understood, however, that the publication of information and statements, and publicity efforts, generally, made in advance of a proposed financing, although not couched in terms of an express offer, may in fact contribute to conditioning the public mind or arousing public interest in the issuer or in the securities of an issuer in a manner which raises a serious question whether the publicity is not in fact part of the selling effort.”

“Aparentemente, no está generalmente entendido que, aunque la publicación de información y declaraciones, y demás esfuerzos de publicidad hechos de manera previa a un financiamiento, aunque no estén formulados en términos de una oferta expresa, pueden contribuir al condicionamiento de la opinión pública y generar interés en el emisor o sus valores de tal manera que surgen serias dudas sobre si la publicidad es o no parte del esfuerzo de venta” (Cox, Hillman y Lagevoort, 2013, p. 215).

Con el tiempo, se fueron aprobando excepciones, por ejemplo, cuando se da información puramente fáctica del tipo que haya sido revelada anteriormente y que no tenga como público objetivo a los inversionistas o cuando el emisor califica como una *Emerging Growth Company* (Compañía en Crecimiento Emergente) en cuyo caso puede comunicarse con lo que se denominan *Qualified Institutional Buyers* o QIBs (que es una clase especial de inversionista acreditado); entre otras excepciones (Cox, Hillman y Lagevoort, 2013, p. 220-221).

Una vez que inicia el periodo de espera se flexibilizan las restricciones. La prohibición genérica de no hacer una oferta deja de aplicar pero se mantiene restricción respecto a la prohibición de venta. La interpretación en estos casos también es muy amplia, y solamente se permite distribuir información que cumpla con los requisitos de la sección 10 del *Securities Act*, cuyo detalle no entraré a explicar. Lo cierto es que existe una regulación bastante extensa de qué se puede y no se puede decir al público durante este periodo. Recién después de que el prospecto informativo está registrado ante la SEC es que los emisores tienen una mayor libertad para promocionar la oferta y realizar esfuerzos de ventas.

Teniendo una legislación así como base, era de esperar que *Regulation Crowdfunding* emulara ese funcionamiento. Lo que la SEC decidió al final fue aplicar, al periodo previo a la remisión del *Form C*, tal cual y como ya estaban reguladas las reglas de *gun jumping* y sus excepciones (Crowdcheck, 2016, p.1). Recién después de la misma, aplicarían una serie de reglas especiales descritas en el la sección 204 de *Regulation Crowdfunding*.

Después de la remisión del *Form C*, el emisor no puede publicitar los términos de la oferta por su cuenta excepto por avisos que redirijan a los inversionistas a la página web operada por la PFC. De acuerdo a la sección 204, los avisos pueden distribuirse por cualquier medio y debe incluir no más de: (i) una declaración en el sentido de que el emisor está realizando la oferta, (ii) el nombre del intermediario involucrado, (iii) el enlace a la página web operada por la PFC, (iv) los términos de la oferta, y (v) información fáctica sobre el emisor tales como su identidad, domicilio, teléfono, correo electrónico, página web y una breve descripción de su negocio. Por términos de la oferta se entienden: (i) la cantidad de valores ofertados, (ii) la naturaleza de los valores, (iii) el precio, (iv) y la fecha de cierre de la oferta. No hay necesidad de incluir leyendas en el aviso.

Asimismo, la regla también establece que es posible comunicar con libertad información que no se refiera a los términos de la oferta. En cuanto a la comunicación directa entre un inversionista y el emisor, se establece la obligación de conducir tales comunicaciones a través de los canales proporcionados por la PFC, donde el emisor siempre debe identificarse como tal.

b) El caso peruano y propuesta

La legislación peruana recoge la misma noción que la regulación norteamericana en lo que se refiere a impedir condicionar el mercado anunciando una oferta cuyo registro ni siquiera a ha sido solicitado aún. Tal es así que llega a distinguir las mismas tres etapas que distingue la regulación de Estados Unidos: una primera etapa anterior a la remisión de la solicitud de registro a la SMV, una segunda que ocurre entre la solicitud de inscripción de los valores y el registro definitivo (etapa de pre-colocación), y una tercera a partir del registro definitivo. No obstante, está lejos de entrar en el mismo nivel de detalle sobre el tipo de comunicaciones que se puede realizar en las distintas etapas.

Este aspecto está regulado en el artículo 20 del Reglamento de Oferta Pública Primaria, el mismo que establece lo siguiente:

“Únicamente a partir de presentada la comunicación mediante la cual se solicita la inscripción del valor y/o registro del prospecto, se podrá difundir la intención de efectuar la futura oferta pública con el objeto de facilitar la posterior colocación de los valores en el mercado, procedimiento denominado en la Ley como pre colocación o preventa, mas no efectuar una oferta pública propiamente dicha. Durante esta etapa, por ende, no se podrán efectuar ni recibir manifestaciones de voluntad o declaraciones que tengan carácter vinculante para las partes respecto de los valores sobre los que versará la oferta, ni celebrar transacciones con dichos valores.

La difusión que se realice:

a) Deberá indicar que la misma no constituye una invitación para realizar acto jurídico relativo a la colocación de los valores, por lo que no se podrán recibir de los destinatarios de la misma manifestaciones de voluntad o declaraciones de carácter vinculante para quien las formule, dado que la inscripción del valor y/o registro del prospecto a utilizar, según corresponda, se encuentra aún en trámite ante CONASEV;

b) Deberá indicar que se pone a disposición una versión preliminar del prospecto informativo que podrá ser revisada por los potenciales inversionistas, que deberá ser entregada en forma gratuita a quienes lo soliciten, así como la información complementaria presentada de manera preliminar al Registro; y,

c) Se deberá ajustar a las disposiciones adicionales que la Gerencia General de CONASEV pudiera establecer.

La versión preliminar del prospecto que sea objeto de difusión deberá coincidir con el que se hubiere presentado a CONASEV (...).”

En resumen, este artículo establece que, durante la primera etapa (antes de solicitar el registro) el emisor no puede difundir su intención de realizar una oferta en el futuro ya sea de manera pública o privada, en la segunda (periodo de espera) ya es posible realizar declaraciones siempre que cumplan con ciertas restricciones, principalmente que no se soliciten manifestaciones vinculantes de voluntad del público, y en la tercera etapa (posterior al registro) ya es posible efectuar propiamente la colocación de los valores en el público.

Ahora la pregunta que debemos hacernos es ¿de qué manera interactuarían las restricciones del reglamento, en cuanto a comunicación con inversionistas se refiere, con una eventual Ley de Crowdfunding? Si bien, el Reglamento de Oferta Pública Primaria es aplicable a las ‘ofertas públicas’ en general, por lo que, en estricto, se les debería aplicar el artículo 20 también a las Ofertas Públicas Exentas, ello no tendría sentido. Si la oferta está exenta de registro nunca habrá solicitud de inscripción que dé inicio a la etapa de pre-colocación ni registro que le dé fin. La Oferta Pública Exenta no encaja en el supuesto de hecho de la norma (que es el de una oferta que se registra), y por lo tanto no sería de aplicación.

De manera que, si la Ley de Crowdfunding no dice nada al respecto, no habrá ninguna restricción en cuanto a comunicaciones sobre una eventual oferta se refiere. Sin embargo, cabe preguntarnos si acaso no habrá alguna ventaja derivada de adoptar algún nivel de regulación en este aspecto, tomando en cuenta que es fundamental que los emisores puedan realizar esfuerzos de promoción antes de la entrada en vigencia de sus ofertas.

Si quisiéramos emular el funcionamiento de las etapas identificadas en el régimen general, tendríamos que utilizar como punto de referencia el envío a la SMV

del Formulario de Oferta. Entonces, la propuesta sería que antes del envío, los Promotores no puedan promocionar la eventual oferta, y que después del envío recién sea posible hacerlo. A primera vista, la única diferencia entre la situación antes y después del envío del Formulario de Oferta al regulador es que éste toma conocimiento de la futura oferta pública. En nuestro caso, la SMV no ejerce ningún control ex ante, es decir, no tiene que evaluar y aprobar la información remitida, limitándose únicamente a su publicación, con lo cual no hay una evidente diferencia entre la calidad de la información antes o después del envío; ¿tiene sentido que el conocimiento o desconocimiento del regulador sobre la eventual oferta determine si el emisor puede o no puede realizar esfuerzos de promoción de una oferta futura? ¿Qué ganaríamos con esto, en lo que a protección al inversionista se refiere?

Examinemos esta alternativa con una línea de tiempo de un caso hipotético:

- 1) El emisor se pone en contacto con una Plataforma y le presenta su proyecto. La Plataforma aplica sus procedimientos de selección y finalmente aprueba que el emisor pueda utilizar su página para lanzar la Oferta.
- 2) El emisor debe preparar el Formulario de Oferta para ser enviado a la SMV y demás documentos de la oferta que pretende poner a disposición de los inversionistas. Supongamos que esta etapa tarda aproximadamente un mes. Podría ser mucho menos considerando que para pasar el proceso de selección de la PFC, el emisor ya ha debido tener su información lista y ordenada.

Pasan 30 días

- 3) El emisor remite el Formulario de Oferta a la SMV y a la PFC. Esta información ya es de público acceso y ha fijado que la fecha de inicio de la oferta será dentro de 20 días y tendrá una duración de 4 semanas.
- 4) A partir de este momento, el emisor tiene 20 días para realizar todos los esfuerzos de promoción previos que crea convenientes para atraer a inversionistas a participar en la Oferta (avisos, videos promocionales, uso de redes sociales, entre otros).

Pasan 20 días

- 5) La oferta entra en vigencia y puede encontrarse toda la información relativa a la misma en el portal web de la Plataforma (aunque bien podría haberse encontrado esta información disponible con anterioridad).

Analizando esta secuencia, es posible identificar las siguientes ventajas:

- Obligar al emisor a preparar y presentar el Formulario de la Oferta a la SMV antes de poder hacer anuncio alguno sobre la Oferta y sus términos es positivo porque así toda promoción se hará a partir de un momento en que el emisor ya tiene claros los términos de la oferta, lo cual reduce la posibilidad de que se produzcan variaciones entre lo que dice la publicidad y lo que finalmente contiene la oferta. En otras palabras, sí hay una diferencia en cuanto a calidad de información antes y después del envío del Formulario de la Oferta, aunque la SMV no revise el contenido. De esta manera se es posible evitar que se generen expectativas falsas en el público o confusión sobre los términos de la Oferta.
- Otra ventaja es que el regulador toma conocimiento de la Oferta y, por lo tanto, si bien no aprueba el contenido del Formulario de Oferta, puede ejercer supervisión del proceso para evitar que se incurran en infracciones.
- Antes de presentar el Formulario de Oferta a la SMV, nada impide que el emisor realice esfuerzos de marketing típicos dando a conocer sus productos o servicios, siempre que no anuncie que planea hacer una oferta. De manera que no se le genera un perjuicio al emisor por el hecho de exigirle guardar reserva de la Oferta hasta el envío del Formulario de Oferta.
- El emisor tiene tiempo suficiente entre la presentación del Formulario de Oferta y el inicio de la oferta para promocionar la misma. Después de todo, es el emisor quien controla la fecha de entrada en vigencia de la Oferta y puede calcular cuánto tiempo necesita previamente para promocionarla.

En resumen, esta alternativa ofrece una serie de ventajas sin causar ningún perjuicio o carga adicional de importancia a los emisores, por lo que considero que es una buena alternativa y que además tiene sentido con las reglas actuales aplicables a las

ofertas públicas. Cabe, sin embargo, que la regulación haga ciertas precisiones sobre el contenido de los documentos promocionales.

Primero, en toda publicidad que se realice debe mencionarse de qué manera se puede tener acceso a mayor información, es decir, al Formulario de Oferta presentado a la SMV y demás documentos de la Oferta puestos a disposición en la web de la PFC.

Segundo, cualquier promoción que se haga a la oferta debe limitarse a la información que ha sido presentada a la SMV, no debiendo incluir información contradictoria o nueva. No puede ser contradictoria para no generar confusión; en todo caso, si un emisor desea hacer cambios deberá presentar Formulario de Oferta actualizado a la SMV y después de eso emplear esa información en sus materiales publicitarios. Tampoco puede ser información nueva pues eso atenta contra la igualdad de acceso a la información. La publicidad con información nueva podría haber alcanzado a un grupo de personas y a otras no, generando disparidad. Cualquier información nueva debería ser distribuida a través de un medio al que todos vayan a estar expuestos, es decir, la página web a través del cual se realizará la Oferta.

Tercero, debería precisarse que para el caso de comunicaciones con inversionistas acreditados no aplican restricciones. Es decir, estas conversaciones pueden suceder en cualquier momento, incluso si no se ha presentado el Formulario de Oferta. La justificación de este trato diferenciado es que a través de conversaciones previas se puede conseguir que estos inversionistas participen en la oferta. Su participación puede ser crucial para el éxito de la campaña pues lanza una señal de confianza al mercado, coadyuvando a un rápido crecimiento en el monto recaudado desde el inicio. Además, su participación previa es un filtro más del cual se beneficiarán el resto de inversionistas.

4.2.2.2. Comunicaciones durante la campaña

La cuestión que debemos determinar en este punto es si conviene o no obligar a que toda la información sobre la Oferta una vez que entra en vigencia fluya necesariamente a través del portal operado por la PFC.

El beneficio de canalizar toda la información a través del portal es que se garantiza a los inversionistas que todo lo que necesitan saber está en un solo lugar, que además brinda igualdad de acceso a todos. ¿Esto excluye la posibilidad de que el emisor pueda seguir promocionando la Oferta a través de otros medios? Considero que no

debería. Se debe permitir usar otros medios bajo la condición de que toda promoción redirija a los inversionistas al portal web para obtener más información. En Estados Unidos, como se detalló en la sección 4.2.2.1 (a), además se limita el contenido de las declaraciones públicas del emisor. No creo que sea necesario llegar a este punto siempre que se informe a los inversionistas sobre la dirección web a la que pueden ingresar para obtener la información completa.

También puede ser el caso que la información sobre la Oferta no la genere propiamente el emisor, como puede ser el caso de entrevistas o artículos hechos por terceros. Para cubrir esta clase de situaciones, la obligación de concentrar toda la información a través del portal web debe estar planteada de tal manera que dé oportunidad al emisor de brindar información por fuera siempre que al final comparta esta información en el mismo. Volviendo al caso de la entrevista, por ejemplo, lo que el emisor debería hacer es publicar la entrevista o artículo en el portal para que todos los inversionistas tengan acceso.

Anteriormente en esta propuesta, se optó por permitir el uso de múltiples Plataformas. Para que esto no afecte el objetivo de concentrar la información en un lugar conocido y de fácil acceso para todos, debe establecerse la obligación del emisor de poner en conocimiento del público que está realizando ofertas paralelas (esta información ya está incluida en el Formulario de Oferta), y siempre brindar las direcciones electrónicas de todos los portales que usa.

Finalmente, es necesario establecer algunas reglas en relación a las comunicaciones que se llevan a cabo entre los emisores e inversionistas a través de los medios proporcionados por las PFC, tales como chats, foros, email, etc. Estas reglas deben asegurar transparencia e igualdad de acceso a la información. En ese sentido se proponen las siguientes reglas:

- (a) Que el emisor o cualquier persona que actúe en su representación, o realiza actividades promocionales en su favor, se identifique como tal cuando interactúe con los inversionistas. Esto con la finalidad de que los inversionistas puedan evaluar los intereses que influyen en quién emite una determinada comunicación declaración. Lógicamente, no es igual un comentario hecho por un tercero imparcial que uno hecho por un funcionario o empleado del emisor.

- (b) El emisor está prohibido de dar un trato diferenciado en términos de acceso a la información a unos inversionistas sobre otros. Cualquier comunicación privada con inversionistas debe limitarse a discutir o aclarar la información públicamente disponible.

4.2.3. Aplicabilidad de reglas sobre información privilegiada

La ley peruana regula el tema información privilegiada en los artículos 40, 41, 42, 43 y 44 de la Ley del Mercado de Valores y en el Reglamento contra el Abuso de Mercado. ¿Estas normas resultarían de aplicación a los emisores de Ofertas Públicas Exentas?

El artículo 1 del Reglamento de Abuso de Mercado define el alcance de la norma estableciendo que *“La presente norma es de aplicación a las personas naturales y jurídicas, domiciliadas o no en territorio nacional, que participen en el mercado de valores, así como respecto de aquellas que sin participar incurran en alguna de las prohibiciones establecidas en las normas antes mencionadas.”* Participantes del mercado de valores son los “Emisores”, y cuando el reglamento define el término lo hace de la siguiente manera: *“La persona de derecho privado o de derecho público que emite valores mobiliarios vía oferta pública.”* No se hace una distinción entre oferta pública registrada y no registrada porque no existe en la legislación nacional la figura de la oferta pública no registrada. Por consiguiente, a menos que la Ley de Crowdfunding establezca lo contrario, en estricto, serían de aplicación las normas sobre información privilegiada a los emisores por el solo hecho de hacer ofertas públicas.

¿Tendría algún sentido que se aplicaran estas normas a los emisores que realicen una Oferta Pública Exenta? Primero repasemos en qué consisten estas reglas, para luego analizar si encuentran alguna importancia en este contexto. Las reglas sobre información privilegiada prohíben que una persona que posee información material sobre la compañía que no ha sido revelada al público inversionista (i) utilice esa información para su beneficio o el de terceros, (ii) revele tal información a personas específicas, y (iii) recomiende la realización de operaciones a terceras personas.

En el contexto de una oferta pública primaria, que no va a tener un mercado secundario posterior, esta clase de prohibiciones no tendrían aplicación. El régimen de información privilegiada presupone que existe un mercado secundario donde los valores

emitidos por oferta pública son cotizados y transados en el día a día. Y lo que se busca es que personas con información privilegiada no puedan usarla como una ventaja al hacer transacciones en el mercado con terceros que desconocen dicha información. Por ejemplo, que un funcionario de la compañía venda sus acciones o recomienda a terceros hacerlo, a sabiendas de que un evento negativo está a punto de ocurrir y que reducirá el precio del valor.

Sí es importante recordar que una de las tendencias descritas en el Capítulo I fue la búsqueda por mecanismos que permitan generar negociación secundaria de los valores a través de mecanismos *'over the counter'*, es decir fuera de bolsas de valores autorizadas. Únicamente en estos casos se podría considerar crear regulación especial que contemple la aplicación de normas de información privilegiada. Reitero que la razón de aplicar estas normas no es el solo hecho de haber realizado la oferta pública, sino el hecho de participar en un mercado secundario donde participa el público en general.

En conclusión, la Ley de Crowdfunding debería establecer, para evitar cualquier clase de confusiones, que las reglas sobre información privilegiada de la LMV y el Reglamento de Abuso de Mercado no son de aplicación a los emisores bajo este régimen.

4.2.4. Conclusiones

- (a) Las obligaciones informativas que actualmente están vigentes bajo el régimen general y el MAV no son adecuadas para los emisores de valores bajo Ofertas Públicas Exentas por dos motivos: (i) generan un costo excesivo en los emisores y (ii) no encuentran justificación alguna ante la ausencia de un mercado secundario público. Este segundo punto es en realidad el más importante pues el presupuesto que justifica un régimen de revelación de información permanente al público es el de mantener informado al mercado para que los precios que se formen reflejen la realidad de las compañías. Si este presupuesto está ausente, no tiene sentido someter a los emisores a un régimen similar.
- (b) Quienes deben ser informados son los inversionistas que participaron en la Oferta, es decir, los accionistas del emisor, no el público en general. Como es importante tomar medidas que garanticen este flujo de información, se propone el envío de información a la SMV como una garantía de que la información ha

sido preparada, y para posibilitar que cualquier accionista al cual se le niegue acceso a tal información o se le proporcione información incompleta presente un reclamo ante el regulador y obtenga acceso a la información, y que el emisor sea eventualmente sancionado.

- (c) Las obligaciones informativas de los emisores serán dos: (i) presentar un reporte anual, y (ii) presentar reportes trimestrales. Estos reportes contendrán la información detallada en el numeral 4.2.1.2 y serán remitidos a los accionistas y a la SMV. Estas obligaciones serán obligatorias para cualquier emisor independientemente del número de accionistas que tenga hasta el 31 de diciembre del ejercicio siguiente a aquel en que se realizó la Oferta.
- (d) La obligación de remitir información al regulador se justifica en la medida de haber alcanzado un accionariado difundido, que implica la existencia de un interés público que proteger. Esto significa que las obligaciones informativas solamente debería subsistir mientras siga existiendo interés público. Lo más congruente con la regulación del mercado de valores actual es el umbral de 100 accionistas, sin perjuicio de que tal cantidad pueda ser reinterpretada por la SMV. En consecuencia, solamente los emisores cuyas Ofertas causen que superen los 100 accionistas tendrán obligaciones informativa permanentes, y éstas cesarán cuando su accionariado se reduzca a una cantidad inferior a tal umbral.
- (e) La promoción de la futura Oferta al público será posible únicamente después de enviado el Formulario de Oferta a la SMV y éste sea público. Ello con la finalidad de que la promoción que se haga de la Oferta no se separe de la información oficial y genere falsas expectativas en el público o lo induzca a error o confusión si terminan habiendo cambios. Ello no impide que de manera previa y privada el emisor pueda tener conversaciones con inversionistas estratégicos que podrían estar interesados en participar.
- (f) Durante la vigencia de la Oferta, la información sobre la misma debe concentrarse en las páginas web de la o las PFC que se utilicen. Esto no impide que se utilicen otros medios promocionales, pero éstos deben redirigir a la página web que contenga la información completa de la Oferta. No corresponde a la normativa entrar en demasiado detalle de qué puede y qué no puede contener el material promocional usado por un emisor. Sin embargo es importante establecer que estos materiales no deben contener información

contradictoria con la información del Formulario de Oferta, y en caso de ser información nueva, la misma deberá publicarse en la página web de la PFC para garantizar que todos tengan acceso a la misma.

- (g) Las reglas de información privilegiada contenidas en la Ley del Mercado de Valores y Reglamento de Abuso de Mercado solamente deberán ser aplicadas en caso los valores emitidos sean transados en mercados secundarios de acceso público, ya sean o no a través de una bolsa de valores.



Subcapítulo III Relación de las Plataformas con los emisores

4.3.1. Proceso de debida diligencia en la admisión

La realización de un proceso de debida diligencia por parte de las PFC constituye una de las principales, sino es acaso la principal, medida de prevención del fraude. Pero al mismo tiempo, es un proceso que puede resultar costoso. Por estas razones, establecer o no un estándar mínimo de debida diligencia en cabeza de las Plataformas es un tema delicado.

4.3.1.1. Legislación Comparada

(a) España

La Ley de Fomento de la Financiación Empresarial establece en su artículo 66 que:

***Artículo 66.** Diligencia en la admisión y comprobación de la identidad del promotor.*

1. La plataforma de financiación participativa deberá evaluar con la debida diligencia la admisión de proyectos de financiación y su adecuación a los requisitos establecidos en este capítulo. 2. La plataforma de financiación participativa deberá comprobar la identidad del promotor e identificarlo debidamente.

Esta legislación no establece parámetros específicos para un proceso de debida diligencia legal, contable o financiero, sino que se limita a que se verifique el cumplimiento de los requisitos establecidos en la normativa y la identidad de los promotores de la oferta. Cuando la norma habla de requisitos, se refiere, entre otros, a los establecidos en el artículo 49:

“Artículo 49. Proyectos de financiación participativa.

Los proyectos de financiación participativa deberán:

- a) Estar dirigidos a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que, invirtiendo de forma profesional o no, esperan obtener un rendimiento dinerario.*
- b) Realizarse por promotores, personas físicas o jurídicas, que solicitan la financiación en nombre propio.*

c) Destinar la financiación que se pretende captar exclusivamente a un proyecto concreto del promotor, que solo podrá ser de tipo empresarial, formativo o de consumo sin que en ningún caso pueda consistir en:

1.º La financiación profesional de terceros y en particular la concesión de créditos o préstamos.

2.º La suscripción o adquisición de acciones, obligaciones y otros instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado, en un sistema multilateral de negociación o en mercados equivalentes de un tercer país.

3.º La suscripción o adquisición de acciones y participaciones de instituciones de inversión colectiva o de sus sociedades gestoras, de las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

d) Financiarse a través de algunas de las formas previstas en el artículo 50 de esta Ley.”

Particularmente importante me parece resaltar lo establecido en el literal c), pues garantiza que el dinero recaudado sea destinado directamente a financiar la economía real y no actividades de inversión en valores (Arnal y Martínez, 2015, p. 34).

Es también responsabilidad de la PFC constatar que la oferta cumpla el límite máximo establecido por la normativa, que un mismo promotor no tenga publicado simultáneamente en el portal web más de un proyecto, que en toda oferta se establezca un objetivo de financiación y plazo máximo para participar en la misma, y que la información revelada incluya todos los conceptos listados en la sección 3 del capítulo IV del Título V de esta ley.

Esto significa que, por mandato legal, las PFC no tienen que revisar la veracidad del contenido de la información sobre el emisor que será puesto a disposición de los inversionistas, ni mucho menos se hace responsable por ella. Tal es así que el artículo 73 establece expresamente que los responsables por la información publicada son los promotores:

“Artículo 73. Responsabilidad de los promotores por la información publicada.

Los promotores serán responsables frente a los inversores de la información que proporcionen a la plataforma de financiación participativa para su publicación.”

(b) Estados Unidos

La admisión de emisores a la página web operada por las PFC está regulada en la regla 301 de *Regulation Crowdfunding*. Esta regla establece que los intermediarios involucrados en una oferta pública de acuerdo a la sección 4(a)(6) del *Securities Act* deben:

- Tener una base razonable para creer que el emisor que busca financiarse cumple con todos los requisitos establecidos en la sección 4A(b) del *Securities Act* y demás requisitos de *Regulation Crowdfunding*. Esta sección es la que establece la información de obligatoria revelación que se debe incluir en el *Form C*. Para satisfacer esta obligación, el intermediario puede valerse de las declaraciones del emisor sobre el cumplimiento de estos requisitos, salvo que el intermediario tenga razones para cuestionar tales declaraciones.
- Tener una base razonable para creer que el emisor ha establecido métodos apropiados para mantener un registro preciso de los titulares de valores a ser ofrecidos y vendidos a través de la plataforma. Para satisfacer esta obligación, el intermediario puede valerse de las declaraciones del emisor sobre el cumplimiento de estos requisitos, salvo que el intermediario tenga razones para cuestionar tales declaraciones. Se presume que el intermediario estará en cumplimiento de esta obligación si el emisor ha contratado los servicios de un agente de transferencias registrado de acuerdo a la sección 17A del *Exchange Act*.
- Negar acceso a la plataforma a un emisor si:
 - Tiene una base razonable para creer que los funcionarios, directores (o cualquier persona que ocupe un puesto similar o realice funciones similares), o beneficiarios finales del 20% o más de los valores con derecho a voto, caen en algún supuesto de descalificación de acuerdo a la regla 503. Se entenderá que para satisfacer este requerimiento el intermediario debe realizar como mínimo una revisión de los antecedentes vinculados al cumplimiento de la normativa de mercado de valores tanto del emisor como de las personas antes indicadas.
 - Tiene una base razonable para creer que el emisor o la oferta presenta un riesgo potencial de fraude o levanta alguna preocupación sobre la protección a los inversionistas. Un intermediario debe negar el acceso a un emisor si cree que

no está en capacidad de evaluar adecuadamente el riesgo de fraude. Si de manera posterior a la admisión de un emisor, el intermediario accede a información que le permite creer razonablemente que existe un riesgo de fraude, entonces debe remover inmediatamente la oferta de la plataforma.

Bajo esta regulación tampoco existe una obligación de las PFC de hacer un proceso de debida diligencia a los emisores, limitándose a la verificación del cumplimiento de requisitos legales. Es más, se les permite confiar en las declaraciones que el emisor haga al respecto. Sin embargo, el lenguaje usado obliga a las PFC a tener una base razonable para confiar en tales declaraciones y para creer que no existe un riesgo de fraude.

(c) Reino Unido, Francia e Italia

De acuerdo al estudio comparativo de la Comisión Europea (2016), Reino Unido no imponía obligación alguna de realizar un proceso de debida diligencia. Italia, por su parte, tampoco lo requería, pero las PFC sí debían publicar las estrategias que se seguían en el proceso de selección. Por otro lado, Francia es un poco más exigente y obliga a las PFC a revisar que la información proporcionada no solo esté completa, sino que sea clara y consistente. Además, se deben publicar los criterios de selección.

4.3.1.2. Propuesta

Ninguna de las jurisdicciones estudiadas ha impuesto una exigencia de realizar un proceso de debida diligencia profundo para verificar la veracidad o falsedad de la información proporcionada por el emisor al mercado. A manera de resumen, las obligaciones impuestas por los reguladores suelen limitarse a: (i) verificar la identidad y antecedentes de los accionistas o socios, y funcionarios del emisor, (ii) revisar que la información proporcionada esté completa y que el emisor y la oferta cumplan los requisitos legales correspondientes, y (iii) revelar cuáles son los criterios para la admisión de un emisor.

Esta aproximación me parece la correcta por dos razones. La primera es que se evita imponer una carga excesiva a las PFC, lo cual se traduce en un menor costo para los emisores. Si la ley le exigiera a las PFC hacer un proceso de debida diligencia que implicara, por ejemplo, revisión de contratos o de los supuestos del plan de negocios para identificar posibles contingencias actuales o potenciales que los inversionistas

deberían saber, éstas tendrían que incurrir en mayores costos que, al final, serían trasladados al emisor en forma de comisiones más altas.

Una segunda razón es porque las PFC, por su propia cuenta, tienen los incentivos para seleccionar solamente los mejores prospectos. Entiéndase por ‘mejores’ aquellas compañías con mejor potencial de desarrollo y menor probabilidad de fraude. Una PFC cuyos emisores fracasan o, aún peor, estafan a los inversionistas, perderá la confianza del público y éste dejará de usar su servicio. Sin inversionistas potenciales, ningún emisor querrá contratar los servicios de la PFC, y sin emisores que paguen comisiones por campañas exitosas la PFC simplemente quiebra. De manera que, independientemente de lo que diga la ley, lo usual es que las PFC sí realicen un proceso de debida diligencia hasta donde sus recursos le permitan. Es más, diría que la exigencia en el proceso de selección es una ventaja competitiva que diferencia unas PFC de otras.

Un ejemplo de una PFC que sí realiza un proceso de debida diligencia exhaustivo es la inglesa *Crowdcube*. Según lo explicado en su página web, *Crowdcube* revisa (i) los antecedentes de las compañías y sus directores, incluyendo historial crediticio, contratando para ello los servicios de una compañía denominada *Creditsafe*, (ii) que las declaraciones publicadas por la compañía sean verdaderas y claras, obteniendo cuando es posible evidencia independiente, (iii) contratos comerciales relevantes mencionados por el emisor, (iv) las acreditaciones profesionales, y (v) si las compañías han recibido las exoneraciones tributarias correspondientes (las llamadas SEIS o EIS, que son exoneraciones a las ganancias de capital). Asimismo, obtiene declaraciones de los emisores en el sentido que la composición accionaria de la compañía es exacta, y que los emisores no tienen litigios en curso o inminentes (Crowdcube, 2017).

Incluso después de terminada la campaña y antes de que los fondos sean transferidos al emisor, *Crowdcube* realiza una serie de constataciones, principalmente de naturaleza societaria, y emite un reporte legal que es enviado por correo a los inversionistas al inicio de lo que denominan el ‘*cooling off period*’, que es un periodo de 7 días tras el término de la campaña en el que los inversionistas pueden revisar el documento y decidir si cancelar o no sus aportes (Crowdcube, 2017).

En base a lo explicado anteriormente, considero que para el caso peruano, la Ley de Crowdfunding debería considerar las siguientes reglas en relación al proceso de admisión de emisores:

1) Las PFC deben comprobar la identidad de las personas jurídicas que soliciten acceso a su página web con la finalidad de realizar una Oferta. Para estos efectos, deberá además comprobar la identidad de todos sus directores, principales gerentes y accionistas con una participación superior al 4% en el capital social, lo cual incluye la verificación de antecedentes penales e inhabilitaciones impuestas por la SMV. No se deberán admitir emisores cuyos directores, gerentes o accionistas con una participación superior al 4% se encuentren inhabilitados o hayan sido condenados por delitos contra el patrimonio, contra la confianza y la buena fe en los negocios, contra el orden económico, contra el orden financiero y monetario, y delitos tributarios.

2) Las PFC deben verificar que los documentos de la Oferta contengan toda la información que los emisores están obligados a revelar, y la adecuación de la oferta a los requisitos exigidos por ley. No está comprendida dentro de esta obligación la comprobación de la veracidad o falsedad de la información y declaraciones realizadas por los emisores, siendo éstos responsables por su contenido.

3) Las PFC están obligadas a revelar si conducen o no un proceso de debida diligencia antes de admitir a un emisor. Entiéndase por un proceso de debida diligencia a la evaluación realizada respecto de la situación legal y financiera de un emisor. En caso ser aplicable, las Plataformas deben publicar en su página web una descripción por el proceso de debida diligencia que incluya sus etapas y qué aspectos están cubiertos en la revisión.

4) Las PFC deben negar el acceso a un emisor si existe una base razonable para creer que su admisión constituye un potencial riesgo de fraude para los inversionistas. En caso la Plataforma no esté en capacidad de evaluar adecuadamente este riesgo, deberá optar por no admitir al emisor. Si el emisor ya ha sido admitido, y la PFC toma conocimiento de información que le lleva a concluir que existe un potencial riesgo de fraude, deberá abstenerse de publicar la oferta, o cancelarla inmediatamente si ya se encuentra en vigencia.

4.3.2. Adquisición por la Plataforma de participación en los emisores

La adquisición por parte de las PFC, o sus funcionarios, de valores emitidos por los emisores que utilizan sus servicios es un tema que genera debate debido al conflicto de interés que se puede suscitar en perjuicio de los inversionistas. Este conflicto de interés se puede manifestar en un trato desigual por parte de la Plataforma al momento de adjudicar los valores ofertados, dando preferencias a sus funcionarios y a sí misma en aquellas ofertas que son más prometedoras, limitando de esta forma el acceso de los inversionistas a las mismas.

Sin embargo, los riesgos generados por el conflicto de interés antes descrito deben contrastarse con los beneficios que se producen permitiendo que las Plataformas puedan suscribir valores emitidos por un emisor. En resumen, los beneficios principales son los siguientes:

- El alineamiento de intereses entre las Plataformas y los inversionistas: Este alineamiento compromete a las Plataformas a hacer un mejor estudio del emisor y su negocio antes y durante la oferta, y además a hacer el debido seguimiento de su inversión después de concluida la campaña, esfuerzos de los cuales se terminan beneficiando el resto de inversionistas sin incurrir en costo alguno.
- Utilización como forma de pago: Permite que un emisor que no cuenta con liquidez suficiente para pagar los servicios de una Plataforma al inicio tenga una alternativa de pago atractiva. La posibilidad de pagar por los servicios con un porcentaje de los valores a ser emitidos vuelve al ECF en un mecanismo de financiamiento más accesible.

4.3.2.1. Legislación Comparada

(a) Estados Unidos

La regla 300(b) de *Regulation Crowdfunding* prohíbe que los funcionarios o socios de una PFC tengan o adquieran un '*financial interest*' (interés financiero) en un emisor que está utilizando sus servicios para realizar un oferta pública bajo la sección 4(a)(6). El término '*financial interest*' es definido como la propiedad directa o indirecta de, o interés económico en, cualquier clase de valores de un emisor.

Por su parte, las Plataformas tampoco pueden tener un interés financiero en los emisores salvo que:

- Sea adquirido como contraprestación por los servicios prestados a, o en beneficio de, el emisor en relación a la oferta de valores en aplicación de la sección 4(a)(6); y
- Consista de valores de la misma clase y regidos por los mismos términos, condiciones y derechos que aquellos que son ofertados en aplicación de la sección 4(a)(6).

Se puede apreciar que la prohibición es absoluta para los funcionarios y socios de las PFC, pero relativa para las PFC mismas bajo ciertos supuestos.

(b) España

Este aspecto está regulado en el artículo 63 de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial:

“Artículo 63. Proyectos vinculados.

1. Las plataformas de financiación participativa sólo podrán participar en proyectos publicados en su página web de acuerdo con los siguientes requisitos:

a) Su participación no podrá superar el 10 por ciento del objetivo de financiación de cada proyecto ni permitir controlar la empresa, en los términos previstos en el artículo 42 del Código de Comercio.

b) Las plataformas de financiación participativa informarán a los inversores de forma clara y accesible del importe de su participación, o de la de las personas relacionadas en el apartado 3, en cada proyecto. Asimismo, publicarán en la web los criterios de su política interna para decidir su participación en los proyectos. (...)

3. Lo previsto en los apartados anteriores será también de aplicación a los administradores, altos ejecutivos y socios con participación significativa de las plataformas de financiación participativa, y a los cónyuges o personas con quienes estos convivan en análoga relación de afectividad así como a sus familiares hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad; respecto de

los proyectos de los que sean promotores y sean publicados en las páginas web de sus respectivas plataformas.”

La regulación española permite a las Plataformas adquirir valores en los emisores que usan sus servicios hasta un 10% del valor de la oferta y siempre que no le permita adquirir control de la empresa. También se permite que los administradores, altos ejecutivos y socios con participación significativa participen siempre que esta situación sea revelada.

4.3.2.2. Propuesta

Considero que las ventajas que ofrece la adquisición por parte de las PFC de una participación en el emisor no deben desaprovecharse. En ese sentido considero que Ley de Crowdfunding sí debería permitirla, pero sujeto únicamente a las siguientes dos condiciones: (i) que en los documentos de la oferta se haga público que la PFC adquirirá un paquete de acciones del emisor, se indique a qué porcentaje ascenderá su participación y mediante qué mecanismo se realizará la adquisición, y (ii) que los valores a ser adquiridos por la PFC sean de la misma clase que aquellos materia de la Oferta.

La finalidad de estas dos condiciones es asegurar que exista transparencia en la realización de la Oferta, e igualdad de trato a los inversionistas. Cabe precisar que las condiciones mencionadas se aplican ya sea que la PFC adquiera los valores participando en la Oferta o por fuera, es decir, de manera privada. La razón por la que creo relevante hacer esta precisión es porque impide que una PFC se aproveche de un vacío para adquirir participación sin informar al mercado, o bajo condiciones más favorables que aquellas establecidas en la Oferta; me explico. Si se entendiese que las condiciones (i) y (ii) solamente aplican cuando la PFC adquiere valores en el emisor en la Oferta, sería muy sencillo eludirlas adquiriendo participación de manera privada a través de un aumento de capital en paralelo o inmediatamente posterior a la Oferta, con lo cual la Plataforma podría alegar que no se encontraba obligada a informar sobre la operación ni que las acciones emitidas fueran de la misma clase que aquellas que se emitieron con ocasión de la Oferta.

No considero necesario establecer un límite fijo como la legislación española pues creo que un emisor debería tener libertad para emitir y adjudicar acciones de la manera que crea conveniente. Por este mismo motivo, tampoco considero buena opción

limitar la adquisición a una contraprestación por los servicios, pues ello también limita indirectamente la cantidad de participación que la PFC puede adquirir (obviamente debe haber equivalencia entre el valor de los servicios y el valor de las acciones adjudicadas).

En cuanto al caso de los funcionarios y socios/accionistas de las Plataformas, creo que es posible permitir su participación sujeto a las mismas condiciones establecidas para las PFC y que se explicó anteriormente, es decir, que se revele en los documentos de la oferta que estas personas participarán y que lo hagan bajo las mismas condiciones que el resto de inversionistas.

El Proyecto de Ley, en oposición a esta propuesta, optó por prohibir tajantemente que las PFC y sus funcionarios inviertan en las ofertas publicadas en sus páginas web. Su artículo 31 claramente establece que “*Las PFP no podrán participar en Proyectos publicados en su página web*”. Asimismo, el artículo 30 prohíbe que los administradores, altos directivos y empleados de la PFP realicen inversiones en los proyectos, ni tampoco sus parientes hasta el cuarto grado de consanguinidad y segundo de afinidad. Finalmente, se permite que los accionistas de las PFC puedan invertir en las ofertas hasta por un límite equivalente al 5% del capital social de la sociedad emisora.

Esta opción no solamente es errónea por desaprovechar las ventajas que ofrece permitir la inversión de las PFC en los emisores, sino que va más allá y establece una restricción totalmente absurda al prohibir que los parientes de los gerentes, directores y empleados de las PFC puedan invertir en los proyectos. Y tampoco se explica por qué los accionistas de las PFC sí podrían invertir, y la propia PFC no.

4.3.3. Conclusiones

- (a) No es necesario establecer una obligación para las PFC de realizar un *Due Diligence* a los emisores ni mucho menos establecer parámetros para tal evaluación. Éstas tienen los incentivos para realizar esta clase de procesos, y lo harán en la medida en que su situación concreta les permita. Sí quedarán obligadas, no obstante, a revelar si han realizado o no *Due Diligence*, y a describir el alcance de este procedimiento en sus páginas web.
- (b) Sí es necesario que las PFC estén obligadas a la debida identificación de los emisores. Esto incluye a sus accionistas con una participación significativa, directores y gerentes.

- (c) En relación a los documentos de la oferta, las PFC deberán verificar que la información proporcionada esté completa, es decir, cubra todos los aspectos exigidos en la normativa. Ello no implica que se hagan responsables por el contenido.
- (d) Tanto las PFC como sus accionistas o funcionarios podrán invertir en los proyectos que se publiquen en sus páginas web siempre que tal hecho sea revelado al público y participen en las mismas condiciones que el resto de inversionistas.



Subcapítulo IV

Relación de la Plataforma con los inversionistas

No es la intención de esta propuesta ignorar el hecho de que los inversionistas deben ser protegidos, siempre que los mecanismos de protección no impliquen un costo excesivo que desaliente la creación de Plataformas de Financiamiento Colectivo. A lo largo de este subcapítulo se proponen diversas obligaciones mínimas que las Plataformas deben asumir al momento de tratar con los usuarios de sus páginas web. Estas medidas buscan proteger a los inversionistas y promover el correcto funcionamiento del proceso de inversión.

4.4.1. Admisión de usuarios

4.4.1.1. Identificación

El proceso de admisión de una persona como usuario de la página web es el momento en que la PFC debe identificarla adecuadamente. La identificación adecuada es importante para cumplir los siguientes objetivos:

- (a) Impedir que una misma persona se cree varias cuentas en la página web o incluso lo haga en suplantación de otra persona.
- (b) Calificar a la persona como inversionista acreditado o no acreditado para efectos de establecer los límites de inversión.
- (c) Prevenir que se utilice la página web para lavar dinero de actividades ilícitas.

Las exigencias que la normativa impondrá a las PFC deben ser razonables para alcanzar los objetivos sin generar un costo excesivo. En ese sentido, considero que se debe partir de la premisa de que todo el procedimiento debe hacerse a través de Internet pues justamente es el uso de esta herramienta la que permite levantar fondos a un menor costo. Es cierto que hacer todo el proceso en línea da menos garantías debido al anonimato que permite Internet, pero también es cierto que si se impusiera alguna clase de verificación presencial en el proceso de admisión, automáticamente, los costos para la PFC aumentarían.

Dado que todo el proceso de admisión debe ser en línea, es necesario que se solicite a los usuarios proporcionar virtualmente información de tal naturaleza que brinde seguridad suficiente de que se trata efectivamente de la persona que dice ser. Existen dos maneras de plasmar esto en la normativa: la primera es estableciendo expresamente la información que se debe solicitar de los usuarios, y la segunda es establecer un estándar de diligencia que las Plataformas deben cumplir, pero dejando la determinación de la forma concreta de conseguirlo al criterio de cada PFC.

Si optáramos por la primera, entonces la normativa establecería una lista que contenga aspectos como, por ejemplo, la remisión de una copia escaneada del documento nacional de identidad, copia de la ficha de registro único del contribuyente de ser aplicable, copia de un recibo de servicios que contenga los datos de la persona, entre otros documentos que puedan otorgar algún grado de certidumbre sobre la identidad de una persona.

Si optáramos por la segunda, la normativa emplearía un lenguaje parecido al siguiente: *“las políticas de admisión de usuarios de las Plataformas deberán contener medidas que permitan identificar adecuadamente a los usuarios, de tal manera que resulten eficaces para prevenir la creación por una misma persona de cuentas múltiples o suplantación de identidades.”* Las medidas concretas quedarían a discreción de las Plataformas.

¿Qué técnica legislativa sería mejor? En mi opinión la primera opción, si bien es la que da más seguridad jurídica a las PFC pues saben exactamente qué hacer para cumplir la normativa, tiene dos problemas. Primero, presume que las medidas que establezca la norma serán las adecuadas cuando no es posible saber si, en la práctica, lo serán. Segundo, las PFC se limitarán a hacer lo que la norma establezca y no buscarán mejores maneras de identificar adecuadamente a los usuarios.

Por otro lado, si optamos por la segunda opción, las Plataformas se verán forzadas a idear por su cuenta el mecanismo más adecuado y práctico que les permita justificar ante el regulador que cumplen con el estándar establecido en la norma, es decir, que permita la adecuada identificación y la prevención de cuentas múltiples y suplantaciones. Lógicamente, el incumplimiento del estándar debe acarrear alguna clase de sanción para la PFC. Esta situación, si bien les puede generar una incómoda incertidumbre, las incentiva a realizar sus mejores esfuerzos para cumplir el estándar y

estar a salvo de una sanción. El regulador por su parte, puede minimizar esta incertidumbre emitiendo directivas sobre el tema o dando previo aviso a las PFC cuando cree que el estándar no está siendo cumplido para que apliquen las medidas correctivas correspondientes, y solamente ante la falta de corrección proceder con la sanción. Por todas estas razones, considero que esta técnica es mejor para alcanzar los objetivos buscados con la identificación de usuarios.

4.4.1.2. Obtención de consentimientos

Además de la identificación, la creación de una cuenta en la página web es la oportunidad para obtener de los usuarios ciertos consentimientos que son relevantes para asegurar la correcta operatividad del proceso de financiamiento.

Más allá de aquellos consentimientos que cada PFC pueda requerir dada su modelo de negocio, hay un consentimiento que es clave que sea dado por todo inversionistas y por eso vale la pena que esté en la norma. Me refiero al consentimiento para recibir información y notificaciones de manera electrónica. El objetivo de esto es permitir que las PFC y emisores puedan comunicarse a un bajo costo con los inversionistas y que tales comunicaciones sirvan para efectos de considerar válidamente notificados a los inversionistas respecto a la información que corresponda; como pueden ser, por ejemplo, un aviso sobre la nueva fecha de cierre de la oferta, el inicio del periodo en el que puedan retirar su compromiso de inversión, información nueva relativa a la oferta, etc.

Cabe mencionar que la SEC vio la importancia de obtener este consentimiento y estableció expresamente en la regla 302(1) de *Regulation Crowdfunding* como un requisito para que una PFC acepte compromisos de inversión del público.

La forma concreta de realizar estas comunicaciones dependerá de cada PFC. Algunas podrían optar por enviar información al correo electrónico proporcionado por el inversionista, o crear un espacio en su página web donde un inversionista que accede a su cuenta puede revisar notificaciones. Este aspecto es netamente operativo y por ello debe quedar a discreción de cada PFC.

4.4.2. Información para el inversionista

Como una medida de protección al inversionista, es necesario que las PFC informen al público adecuadamente de todo aspecto relevante relacionado al mecanismo de inversión que ofrecen. En ese sentido, considero necesario que la normativa establezca

la información mínima que debe estar disponible para los inversionistas que se creen una cuenta en la página web administrada por una PFC.

Tanto la legislación de Estados Unidos como la de España hacen un listado de información mínima que debe estar a disposición de los usuarios. No creo necesario tener que citar ambos listados, pero en base a ellos, considero que la siguiente es la información que las PFC deben poner a disposición:

- Descripción detallada del proceso de inversión completo. Esto incluye los criterios seguidos en el proceso de selección de los emisores, las reglas aplicables al manejo de las cuentas de los inversionistas, manejo de su dinero, remisión o cancelación de compromisos de inversión, devoluciones, la emisión y adjudicación de valores a los inversionistas. Sobre la adjudicación, se deben explicar las reglas aplicables en caso de ofertas suscritas en exceso.
- Descripción de los riesgos que enfrentan los inversionistas si adquieren valores a través de la página web y del deber que tienen de analizar por su propia cuenta las opciones de inversión disponibles. Se debe mencionar expresamente si la PFC asume o no alguna clase de responsabilidad en relación a las ofertas publicadas, y que sus inversiones no están protegidas por ningún fondo de garantía.
- Descripción del tipo de valores que son ofertados en la página web y los riesgos relacionados a ellos, incluyendo el riesgo de una potencial dilución de participación accionaria en un emisor, de no recibir dividendos y de no participar en la gestión del emisor.
- Explicación de las obligaciones informativas asumidas por los emisores en favor de los inversionistas y de los supuestos de cese de tales obligaciones.
- Explicación de los conceptos de inversionistas acreditados y no acreditados; y de los límites de inversión que le corresponde a cada uno.
- Explicación de la política seguida por la PFC para invertir en emisores que usan su página web y para prevenir conflictos de interés.
- Descripción de las contraprestaciones que recibe la PFC por sus servicios.
- Advertencia sobre la ausencia de revisión por parte de la SMV de los documentos de la oferta.

- Descripción de los mecanismos de quejas y reclamaciones disponibles para los inversionistas.

Esta información debería estar disponible en un lugar visible en la página web de la PFC. Adicionalmente, las PFC podrían poner a disposición otras clases de materiales educativos que contengan información especialmente útil dado su modelo de negocio concreto, y en la forma que juzguen conveniente para facilitar la comprensión de la información por parte de sus usuarios.

Un tema que fue levantado cuando la SEC sometió a consulta pública *Regulation Crowdfunding* fue si los materiales educativos a ser brindados debían ser previamente aprobados por la SEC o por FINRA²⁹, y si estas organizaciones deberían crear modelos a ser usados por las PFC. Sin embargo, la SEC, correctamente en mi opinión, decidió que sería mejor dar libertad a las PFC para preparar sus materiales siempre que cumplan con contener la información dispuesta por las reglas finales.

4.4.3. Control de los límites de inversión

En la sección 4.1.6., ya se discutió el tema de los límites de inversión y se concluyó que por inversionistas el límite total de inversión en todas las PFC es el que resulte mayor del 10% de los ingresos anuales o del patrimonio neto de un individuo. Las PFC serán las responsables de calcular exactamente este límite y hacer que sea respetado por el usuario.

Ya se ha explicado que será suficiente para una PFC la declaración por parte del usuario por medios electrónicos de la suma de sus ingresos anuales o patrimonio neto. El sistema de la página web, en base a los datos ingresados por el usuario, debe calcular automáticamente el 10% de las cantidades ingresadas y fijar ese monto como límite de operaciones que puede realizar por año un usuario. Esto también significa que cada año, el sistema debería solicitar a los usuarios que actualicen esta información para realizar un nuevo cálculo de los límites.

²⁹ Significa *Financial Industry Regulator Authority*. Se trata de una asociación sin fines de lucro autorizada por el Congreso de Estados Unidos y que busca proteger a los inversionistas y la integridad del mercado de valores.

Nada impide que las Plataformas implementen sistemas más exigentes, requiriendo, por ejemplo cierta documentación que acredite ingresos o patrimonio neto, para efectos del cálculo. Pero la normativa no debería imponer esta clase de requisitos.

4.4.3. Manejo de fondos

En el ECF, la idea original es que los fondos de los inversionistas sean transferidos, en primer lugar, a la PFC. Esto puede suceder de manera previa a la inversión, es decir, un inversionista transfiere una cantidad de dinero para que figure en su cuenta con la PFC y va utilizando ese saldo en el tiempo para participar en diversos proyectos; o puede suceder en el momento mismo de la inversión sin que exista una cuenta cargada con fondos de manera previa con la PFC. En uno u otro caso, el dinero del inversionista debe reposar en algún lugar, y ese lugar en principio sería una cuenta bancaria de titularidad de la PFC. Si una campaña es exitosa, la PFC debiera transferir al emisor los fondos que correspondan de acuerdo al compromiso de inversión hecho por el inversionista, caso contrario, devolver los fondos a la cuenta bancaria del inversionista o regresarlo al saldo que tiene el inversionista en su cuenta en la página web, en cuyo caso el dinero seguiría estando en posesión de la PFC.

El párrafo anterior describe a grandes rasgos cómo está concebido en teoría el movimiento del dinero en una campaña de Crowdfunding. Sin embargo, los reguladores en el mundo han mostrado una gran preocupación por la forma en que el dinero de los inversionistas es custodiado, y el manejo que pueden hacer las PFC de ese dinero. Tal es así que, en muchos casos la regulación obliga a la PFC a valerse de un tercero para recibir y custodiar el dinero, y administrar los pagos.

4.4.3.1. Legislación Comparada

(a) Estados Unidos

Regulation Crowdfunding regula este aspecto en las reglas 303(e)(1) y 303(e)(2). La primera se aplica a las PFC que legalmente califican como *broker dealers* (el equivalente en Estados Unidos a las SAB peruanas) y simplemente remite a la regla 15c2-4 del *Exchange Act* que ya existía al respecto. Esta regla sí permite a los *broker dealers* recibir dinero de sus clientes siempre que (i) sea inmediatamente depositado en una cuenta bancaria separada pero administrada por el *broker dealer* en calidad de agente o fiduciario (*trustee*) en beneficio de la persona en cuyo interés se ha abierto la cuenta hasta que ocurra el evento o contingencia que genere la transmisión o

devolución a las personas correspondientes, (ii) o sea transferidos a un banco que acuerde mantener esos fondos en una cuenta *escrow* en beneficio de la persona interesada hasta que ocurra el evento o contingencia que genere la transmisión o devolución a las personas correspondientes.

La novedad es que aquellas PFC que califican como '*funding portals*', es decir que exclusivamente se dedican a las actividades típicas del Crowdfunding basado en préstamos o en acciones, de acuerdo a la regla 303(e)(2), están impedidas de recibir directamente los fondos y deben contratar a un tercero que encaje en la definición de '*qualified third party*' para que reciba directamente los fondos y los retenga en beneficio de los inversionistas, para luego transferirlos a quién corresponda dependiendo del éxito o fracaso de las campañas.

Un *qualified third party* es definido por esta regulación como un banco, una unión de créditos asegurada por la *National Credit Union Administration* ("NCUA") o un *broker-dealer* que mantenga cuentas de sus clientes, y custodie fondos y valores en su beneficio.

(b) España

El artículo 52 de la Ley de fomento de la Financiación Empresarial establece ciertas prohibiciones aplicables a las Plataformas, de las que cabe recalcar las siguientes:

Artículo 52. Prohibiciones.

1. Las plataformas de financiación participativa no podrán ejercer las actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión ni a las entidades de crédito y, en particular, no podrán: (...).

b) Recibir fondos por cuenta de inversores o de promotores salvo que tengan la finalidad de pago y la plataforma cuente con la preceptiva autorización de entidad de pago híbrida de conformidad con lo previsto en la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago, y su normativa de desarrollo. (...)

3. Las plataformas de financiación participativa no podrán ejercer las actividades reservadas a las entidades de pago, y en especial, la recepción de fondos con la finalidad de pago por cuenta de los inversores o de los promotores, sin contar con la preceptiva autorización de entidad de pago híbrida, de conformidad con lo previsto en

la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago, y su normativa de desarrollo.

Como se puede apreciar, bajo esta legislación tampoco se permite que las PFC reciban directamente los fondos de los inversionistas. Para ello, una PFC debería, además de estar autorizada como una plataforma de financiación participativa, tener una autorización de entidad de pago híbrida. Si no la tiene entonces está obligada a contratar a una que reciba y canalice los fondos.

No necesariamente un banco debe brindar el servicio de pago. En España existe un tipo de entidad no bancaria llamada “entidad de pago”, que se especializa en la apertura de cuentas de pago (diferente a un depósito) en las que un cliente puede ingresar y retirar efectivo y realizar las operaciones necesarias para su gestión, y ejecutar operaciones de pago, es decir, adeudos domiciliados, pago mediante tarjeta y ejecución de transferencias. Esta clase de entidades no captan depósitos como sí lo haría un banco (BBVA, 2015).

4.4.3.2. Propuesta

La utilización de un tercero para recibir el dinero y realizar las transferencias correspondientes es una opción muy atractiva pero que acarrea un costo adicional. La pregunta es si la mayor protección al inversionistas que se obtiene con este medida justifica este costo adicional.

Si nos ponemos en el supuesto en que la Plataforma recibe directamente el dinero de sus usuarios en una cuenta bancaria administrada a libertad por ella, existe el riesgo de que utilice ese dinero para fines distintos a la inversión en los valores de los emisores. Incluso podría ocurrir que la PFC mezcle dinero propio con el de sus clientes. En ese sentido, que el dinero sea depositado en una cuenta administrada por un tercero en beneficio de los inversionistas ya sea mediante la creación de una cuenta *escrow*, como es el caso de Estados Unidos, o una cuenta de pago, como es el caso español, constituye una medida que reduce considerablemente estos riesgos al quitarle el control sobre el dinero a las PFC.

Pero, ¿qué tan viable sería imponer una exigencia semejante? En Estados Unidos los servicios financieros están más desarrollados, y existen entidades que se especializan en brindar esta clase de servicios a plataformas de Crowdfunding en

general. Un ejemplo es BancBox Crowd, una compañía fundada en 2011 que se especializa en brindar un servicio automatizado de escrow a plataformas de Crowdfunding (Butcher, 2013). Otro ejemplo de una compañía importante es Crowdpay. Ésta es que es una marca que tiene detrás a Goldstar Trust Company, una subsidiaria del banco Happy State Bank, de Texas, que ya era especialista en administrar cuentas escrow y simplemente se adaptó para brindar su servicio a plataformas de Crowdfunding (<http://www.crowdpay.com>). Lo mismo podemos decir de España, cuyas PFC trabajan con entidades como la francesa Lemon Way que existe desde 2007, trabaja conjuntamente con el banco BNP Paribas, y desde 2014 brinda servicios especializados a plataformas de Crowdfunding (<https://www.lemonway.com/>).

En países como éstos, donde ya existían compañías especializadas en servicios de pagos electrónicos y/o apertura y administración de cuentas *escrow* (lo cual permite reducir los costos asociados al servicio), era mucho más sencillo desde el punto de vista de un legislador imponer la exigencia. ¿Estamos en Perú en la misma situación?

Si bien en Perú no existe un tipo de entidad distinta a los bancos que puedan funcionar como los hacen las recientemente creadas “entidades de pago” españolas, los bancos tradicionales sí brindan el servicio de cuentas *escrow*. Por ejemplo, el Interbank hace publicidad de este producto abiertamente en su página web (<https://interbank.pe>). No se ha encontrado que los demás bancos grandes del Perú hagan esfuerzos promocionales parecidos, pero sí ofrecen el servicio.

Considero que la exigencia legal de administrar mediante cuentas *escrow* el dinero recaudado para cada proyecto no sería una carga difícil de cumplir para las PFC pues el servicio ya existe, y conforme el mercado del Crowdfunding crezca estos servicios se irán abaratando y especializando producto de la competencia.

Sin perjuicio de considerar que la mejor manera de operar sería a través de cuentas *escrow* administradas por entidades supervisadas por la SBS (lo cual va a la par de lo que viene siendo el estándar internacional), a nivel de la ley sería recomendable no limitar a que ésta sea la única manera de hacerlo. Para ello bastaría con prohibir que las PFC puedan recibir directamente el dinero de los inversionistas pero que el mecanismo elegido cuente con la intervención de una entidad regulada por la SBS (como un banco o una empresa de servicios fiduciarios). El mecanismo concreto

empleado ya dependerá de cada PFC. Si se encontrara alguna manera más eficiente de lograrlo que el uso de cuentas *escrow*, debería ser una opción válida.

En resumen, considero necesario que la ley que regule el ECF prohíba que las PFC reciban y manejen el dinero de los inversionistas por tres razones fundamentales. La primera es garantiza la devolución de los fondos a los inversionistas, impidiendo los mismos sean utilizados para fines distintos a los deseados. La segunda es que genera confianza en el sistema. La confianza es fundamental para que el sector crezca. No se puede permitir que el manejo inadecuado por parte de ciertas PFC destruyan la confianza del público en este mecanismo antes de que si quiera se consolide. Y la tercera razón es que el hecho de no manejar directamente el dinero del público reduce considerablemente el riesgo generado por las actividades de las PFC. Al ser menor el riesgo, existe un fundamento que justifica flexibilizar su regulación. Al tener menores cargas regulatorias, se generan mayores incentivos para operar esta clase de entidades, lo cual acelera el crecimiento del sector.

4.4.4. Canales de comunicación

El intercambio de ideas entre inversionistas es una de las cualidades distintivas del ECF como mecanismo de financiamiento. Para ello, es necesario que la Plataforma habilite canales de comunicación en los cuales los usuarios puedan participar y expresar sus ideas. También es ideal que el emisor, a través de sus representantes y siempre que se identifiquen como tales, se involucre para responder dudas y consultas. Si bien es lo estándar que las Plataformas incluyan canales como foros y chats para permitir estas interacciones, no está de más incluir en la normativa la obligación de que existan tales canales de comunicación. En ese sentido, se proponen las siguientes reglas con la finalidad de garantizar un estándar mínimo de calidad de los canales de comunicación:

- Las Plataformas deben implementar en sus páginas web mecanismos que permitan la comunicación entre usuarios, y entre éstos y los emisores.
- Las Plataformas no pueden participar en estas comunicaciones excepto para establecer pautas de conducta o remover comunicaciones que no cumplan con tales pautas o puedan presumirse fraudulentas.
- Solamente deben estar habilitados para participar aquellas personas que se han creado una cuenta de usuario en la página web.

- Las discusiones mantenidas a través de estos canales deben ser accesibles al resto de usuarios.
- Cualquier representante del emisor o persona contratada por el emisor para promocionar su campaña deberá revelar tal condición cuando participe en los canales de comunicación.

El objetivo de estas medidas es garantizar que las comunicaciones ocurran de manera transparente y prevenir que los emisores intervengan con la finalidad de manipular la opinión del resto de usuarios haciéndose pasar por un usuario más.

4.4.5. Confirmación de la transacción

Como una medida de protección al inversionista más, la SEC estableció en la regla 303(f) la obligación de las Plataformas de enviar una notificación por medio electrónico a cada inversionista que participó en una oferta que incluya cierta información sobre la transacción. No se estableció un plazo fijo, pero sí que el contenido mínimo de la notificación incluya:

- La fecha de la transacción.
- Tipo de valor adquirido.
- Identidad, precio y número de valores adquiridos, así como el número total de valores emitidos por el emisor.
- En caso un valor de deuda, la tasa de interés y el rendimiento calculado desde la fecha de vencimiento y en base al precio pagado.
- En caso de un valor rescatable, el primer día desde el cual el valor puede ser rescatado por el emisor.
- La fuente, forma y monto de cualquier remuneración recibida o a ser recibida por el intermediario en relación a la transacción, incluyendo remuneraciones a ser recibidas de personas distintas al emisor.

Esta es una medida que busca fortalecer la transparencia y darles seguridad a los inversionistas de que sus inversiones han procedido y el proceso concluyó. En la medida que no es un requisito que signifique un costo significativo para las PFC, pudiendo simplemente automatizar el envío electrónico de esta información, creo que sí es positivo rescatar esta medida. No creo necesario, sin embargo, que la normativa establezca taxativamente la información que debe contener, pudiendo bastar un fraseo general como el siguiente: *“una vez concluido el proceso de inversión, las PFC deben*

enviar una notificación por medios electrónicos a los inversionistas que hayan participado de la oferta incluyendo un resumen individualizado de la transacción efectuada y cualquier otra información que consideren pertinente.”

Cabe precisar que esta confirmación no implica que el emisor haya formalizado adecuadamente la emisión de los valores y que los mismos hayan quedado debidamente registrados. Estos actos son de responsabilidad de los emisores, quienes deben comunicarlos oportunamente a los inversionistas.

4.4.6. Resolución de denuncias y reclamos

Las PFC brindan un servicio a los inversionistas, el mismo que debe cumplir con los parámetros establecidos en la norma. El incumplimiento en la prestación de tales servicios es susceptible de sanción por parte de la SMV, como se evidenciará con la propuesta del listado de infracciones contenido en el Subcapítulo VI, entidad que también es capaz de brindar medidas correctivas en beneficio de los inversionistas perjudicados.

Si bien la SMV será claramente competente para conocer conflictos entre los inversionistas y las PFC, es necesario tomar posición sobre el rol que jugará otra entidad pública, el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (Indecopi).

4.4.6.1. Sobre la competencia de Indecopi en casos relacionados al mercado de valores

Indecopi es la entidad competente para resolver cualquier conflicto entre un proveedor de bienes y servicios y un “consumidor final”. Siendo consumidor final definido de acuerdo al Artículo IV del Código de Protección y Defensa del Consumidor como:

“1.1 Las personas naturales o jurídicas que adquieren, utilizan o disfrutan como destinatarios finales productos o servicios materiales e inmateriales, en beneficio propio o de su grupo familiar o social, actuando así en un ámbito ajeno a una actividad empresarial o profesional. No se considera consumidor para efectos de este Código a quien adquiere, utiliza o disfruta de un producto o servicio normalmente destinado para los fines de su actividad como proveedor.

1.2 Los microempresarios que evidencien una situación de asimetría informativa con el proveedor respecto de aquellos productos o servicios que no formen parte del giro propio del negocio.

1.3 En caso de duda sobre el destino final de determinado producto o servicio, se califica como consumidor a quien lo adquiere, usa o disfruta.”

Bajo esta definición, en principio, los inversionistas a quienes las PFC brindan servicios calificarían como consumidores finales, salvo que, por ejemplo, se trate de una persona jurídica cuyo giro de negocio sea la inversión de recursos de terceros en valores pues se entendería que el servicio está destinado para su propia actividad como proveedor. Pero en la gran mayoría de casos, los inversionistas encajarán en la definición de “consumidores” de la PFC. Por lo tanto, si viéramos esta norma de manera aislada, correspondería que Indecopi pueda intervenir para resolver conflictos en esta relación derivados de la violación de normas de protección al consumidor como la falta de idoneidad del servicio o casos de publicidad engañosa o falsa.

No obstante lo anterior, existe el artículo 105 del Código de Protección y Defensa del Consumidor, el mismo que establece que: *“El Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (Indecopi) es la autoridad con competencia primaria y de alcance nacional para conocer las presuntas infracciones a las disposiciones contenidas en el presente Código, así como para imponer las sanciones y medidas correctivas establecidas en el presente capítulo, conforme al Decreto Legislativo N° 1033, Ley de Organización y Funciones del Indecopi. Dicha competencia solo puede ser negada cuando ella haya sido asignada o se asigne a favor de otro organismo por norma expresa con rango de ley.”*

En el ámbito del mercado de valores, existe otra entidad competente para conocer conflictos entre inversionistas y entidades que les prestan servicios, la SMV (siempre que sean entidades a quienes la SMV les otorgue autorización de funcionamiento), con lo cual, existió la duda sobre la competencia de Indecopi para intervenir en materias en que la SMV también tuviera competencia. La duda quedó disipada con la aprobación de la Ley N° 29782, Ley de Fortalecimiento de la Supervisión del Mercado de Valores (28 de julio de 2011), cuya Cuarta Disposición Complementaria Final reconoció expresamente la competencia del Indecopi para conocer denuncias de los comitentes o partícipes que ostenten la calidad de consumidores finales contra sus Sociedades Agentes de Bolsa, Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos o Fondos de Inversión y Empresas Administradoras

de Fondos Colectivos, así como denuncias respecto a normas relativas a publicidad³⁰. Es esta disposición la que Indecopi suele citar para fundamentar su competencia en estos casos.

Sin perjuicio de lo anterior, cabe mencionar que la SMV mediante las Normas aplicables a denuncias y reclamos contra entidades supervisadas por la SMV, aprobadas por Resolución SMV N° 006-2012 (16 de abril de 2012), reglamentó esta materia y, además de reconocer lo ya establecido en la Ley de Fortalecimiento de la Supervisión del Mercado de Valores, estableció que:

“Artículo 1.- (...) En los casos en que se formulen reclamaciones ante la SMV, que se encuentren bajo el alcance de lo previsto por el párrafo precedente, la Intendencia General de Cumplimiento Prudencial o la Intendencia General de Cumplimiento de Conductas, informará a los inversionistas sobre la posibilidad de presentar su denuncia ante el INDECOPI en la medida que cumplan con la condición de ser consumidores finales. Sin perjuicio de lo señalado, dichas Intendencias podrán iniciar las acciones de supervisión que correspondan conforme a la normativa vigente. Asimismo, podrán comunicar al INDECOPI los hechos referidos por el inversionista o asociado”

De manera que no solamente está expresamente reconocida la competencia de Indecopi, sino que se abrió la puerta para que los mismos hechos originen procedimientos y sanciones tanto a nivel de la SMV como del Indecopi. Así lo reconoce la jurisprudencia del Indecopi, por ejemplo, en la Resolución 0685-2018/SPC-INDECOPI, mediante la cual se desvirtuó el argumento de la parte denunciada sobre la violación al principio *non bis in ídem* argumentando falta de identidad en el fundamento de la sanción impuesta por la SMV y la que imponía Indecopi. Se dijo que, por el lado de la SMV el bien jurídico protegido era el “buen funcionamiento del mercado de

³⁰ CUARTA. Protección al consumidor: De conformidad con la Ley 29571, Código de Protección y Defensa del Consumidor, y siempre que los comitentes o partícipes ostenten la condición de consumidores finales, el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (Indecopi) conoce las denuncias de estos contra sus Sociedades Agentes de Bolsa, Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos o Fondos de Inversión y Empresas Administradoras de Fondos Colectivos.

Conforme a lo establecido en el Decreto Legislativo 1044, Decreto Legislativo que Aprueba la Ley de Represión de la Competencia Desleal, el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (Indecopi) conoce las denuncias respecto de la violación de las normas contenidas en dichos cuerpos legales, incluyendo las disposiciones sobre publicidad que aprueba la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) para las personas naturales o jurídicas bajo su competencia. (...)

valores” mientras que Indecopi protegía algo distinto, “el interés de los consumidores”, y en consecuencia no había violación del *non bis in idem*.

Ante este panorama, la creación de las PFC generaría una especie de vacío pues las normas antes citadas hacen mención expresa a las Sociedades Agentes de Bolsa, Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos o Fondos de Inversión y Empresas Administradoras de Fondos Colectivos, por lo que no serían aplicables. Pero, por otro lado, Indecopi se podría atribuir competencia mediante alguna especie de interpretación basada en la relación de consumo y la ausencia de una exclusión expresa de su competencia en la Ley de Crowdfunding. Para evitar ambigüedades y discusiones, considero que la Ley de Crowdfunding debe pronunciarse sobre esta materia y definir exactamente la distribución de competencias entre las SMV e Indecopi.

4.4.6.2. Sobre la competencia que debiera tener Indecopi sobre las PFC

Desde el inicio quiero manifestar mi desacuerdo con la superposición que se produce entre la SMV e Indecopi al resolver conflictos entre inversionistas y las entidades bajo supervisión de la SMV. No es posible que en base a la misma conducta infractora en perjuicio de los inversionistas, las entidades supervisadas queden expuestas a sanciones en dos frentes diferentes, con los costos adicionales que ello implica.

Además, no me resulta convincente el argumento de los bienes jurídicos protegidos distintos esgrimido por Indecopi pues, sin importar la etiqueta o el fraseo que utilicemos, en el fondo tanto la SMV como Indecopi, cuando resuelven asuntos entre inversionistas y entidades supervisadas, están protegiendo lo mismo, los derechos e intereses de los inversionistas, aunque lo oculten detrás de expresiones generales y ambiguas como el “buen funcionamiento del mercado” que solo sirven para marcar una diferencia aparente.

Por los motivos antes expuestos no creo que la solución sea tan sencilla como darle el mismo trato a las PFC que actualmente reciben las sociedades agentes de bolsa y otras entidades. La Ley de Crowdfunding debe ser clara en la atribución de competencias, más aun teniendo en mente que las PFC son entidades que incursionan en un mercado nuevo y que no deberían estar sobrecargadas innecesariamente con procedimientos y sanciones dobles.

Debido a un tema de especialidad creo que tal competencia debería recaer, en primer lugar, en la SMV. Después de todo, no solo es la SMV la que entiende mejor la normativa aplicable, sino la que entiende mejor la naturaleza del negocio y la industria de las PFC; y además es quien debería ejercer sus atribuciones de una manera tal que promueva su desarrollo, visión que no necesariamente tomará en cuenta otra entidad como Indecopi al momento de resolver casos.

No obstante, también considero que puede ser útil otorgar cierto grado de participación a Indecopi en cuanto a protección a los inversionistas se refiere. En ese sentido lo que propongo es que la Ley de Crowdfunding establezca que la SMV será competente de manera exclusiva siempre que la conducta en cuestión constituya una infracción tipificada por el reglamento de sanciones. Únicamente cuando ese no sea el caso, es decir, de manera residual, podrán los inversionistas acudir ante el Indecopi.

De esta manera no funcionará como ahora, donde el inversionista tiene la opción de ir ya sea a la SMV o al Indecopi, o ambos simultáneamente. Tendrá la opción de ir, (i) o solo a la SMV al estar la conducta tipificada como infracción, (ii) o solo ante Indecopi de manera residual al no estar la conducta de la PFC tipificada como infracción. Así se minimiza significativamente el riesgo de que las PFC sean sancionadas dos veces por los mismos hechos y que además sea sancionada por la entidad mejor calificada para evaluar dicha sanción.

El artículo pertinente de la Ley de Crowdfunding podría tener el siguiente texto:

“La SMV tendrá competencia exclusiva para conocer las denuncias y reclamos presentadas por los inversionistas contra las Plataformas de Financiamiento Colectivo que utilicen.

De manera excepcional, y siempre que la conducta infractora materia de la denuncia no se encuentre expresamente tipificada en el Reglamento de Sanciones, los inversionistas que sean considerados consumidores de acuerdo a la ley en la materia, podrán solicitar tutela al Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (Indecopi), quien resolverá la denuncia en aplicación de la normativa pertinente.”

4.4.7. Conclusiones

- (a) La normativa debe exigir a las PFC que sus políticas de admisión de usuarios permitan identificarlos adecuadamente para prevenir la creación de múltiples cuentas por la misma persona o que se den casos de suplantación de identidades. Las medidas concretas quedan a discreción de cada PFC.
- (b) Las PFC deben recabar el consentimiento de los usuarios para ser notificados válidamente de manera electrónica. La forma concreta depende de cada PFC.
- (c) Las PFC deberán publicar en su página cierta información mínima que explique el proceso de inversión, los riesgos asumidos, el tipo de valores a ser ofertados, las obligaciones informativas aplicables a los emisores y los supuestos de cese de tales obligaciones, los límites de inversión, la política seguida por la PFC para invertir en emisores que usan sus servicios, las contraprestaciones que recibe la PFC por sus servicios, la ausencia de revisión por parte de la SMV de los documentos de las ofertas, y los mecanismos de quejas y reclamaciones disponibles. Adicionalmente, pueden proporcionar los materiales educativos que juzguen convenientes sin que los mismos deban ser previamente aprobados por la SMV.
- (d) Las PFC deben controlar los límites de inversión de sus usuarios basado en la información proporcionada por éstos vía declaración jurada.
- (e) Las PFC se encontrarán prohibidas de recibir o administrar recursos del público. El mecanismo concreto para operar cumpliendo con esta prohibición depende de cada PFC, bajo la condición de que siempre debe intervenir una entidad supervisada por la SBS. Esta medida garantiza la devolución del dinero de los inversionistas cuando sea aplicable, genera confianza en el mercado y permite reducir la carga regulatoria de las PFC.
- (f) Las PFC deben proporcionar canales de comunicación para que los usuarios interactúen entre sí, pudiendo además participar los emisores siempre que se identifiquen como tales.
- (g) Las PFC deben notificar a los usuarios un resumen individualizado de la transacción realizada una vez concluido el proceso de inversión.
- (h) El rol de Indecopi debe ser residual para resolver únicamente aquellos casos en que la conducta que generó un perjuicio para los inversionistas (consumidores)

no se encuentre tipificada como infracción por la SMV. Ello para evitar un supuesto de doble sanción.



Subcapítulo V Relación de las Plataformas con el regulador

El ordenamiento jurídico peruano en materia de mercado de valores contempla la figura del agente de intermediación. Un agente de intermediación es aquella persona que practica intermediación en los términos del artículo 6 la LMV, el mismo que la define como *“la realización habitual, por cuenta ajena, de operaciones de compra, venta, colocación, distribución, corretaje, comisión o negociación de valores. Asimismo, se considera intermediación las adquisiciones de valores que se efectúen por cuenta propia de manera habitual con el fin de colocarlos ulteriormente en el público y percibir un diferencial en el precio.”*

Esta definición es capaz de causar cierta confusión cuando la aplicamos al caso de las PFC. ¿Están haciendo intermediación, o es algo distinto? Ante de contestar esta pregunta, repasemos en qué consiste a grandes rasgos la actividad que realiza una PFC: (i) la PFC crea un espacio virtual donde emisores e inversionistas pueden ponerse en contacto, (ii) los emisores publican los términos de su oferta y demás información relevante en un espacio de la página web, (iii) los inversionistas se crean cuentas en la página web para tener acceso a los canales de comunicación con los emisores y poder remitir compromisos de inversión para suscribir valores, (iv) los inversionistas transfieren fondos a la PFC (o al tercero del que se valga) ya sea de manera anticipada o con ocasión de una oferta determinada, (v) la PFC se encarga ordenar la transferencia de los fondos comprometidos por los inversionistas, de acuerdo al éxito o fracaso de la oferta, al emisor o devuelta a los inversionistas respectivamente, (vi) la PFC cobra por el uso de la página web al emisor aplicando una comisión porcentual sobre el monto recaudado.

Analizando, en primer lugar, la relación que sostiene la PFC con los usuarios/inversionistas de su página web, me parece claro que no existe intermediación. La Plataforma no adquiere por cuenta de los usuarios los valores ofertados, sino que son los usuarios quienes los adquieren directamente. En ese sentido, la relación con los usuarios no es de una comisión mercantil como lo establece el artículo 173³¹ de la

³¹ Artículo 173. Relación con los Comitentes. Las relaciones entre los agentes de intermediación y sus comitentes se rigen por las reglas de la comisión mercantil y por lo establecido en la presente ley.

LMV, en la cual un comitente le da órdenes concretas a un comisionista y éste actúa en virtud de un mandato para ejecutar una operación de comercio, en este caso, la compra de un valor.

Desde el otro punto de vista, es decir, la relación de la PFC con el emisor, tampoco podemos hablar de intermediación. La Plataforma no da un servicio de colocación de los valores. Es más, no hace ningún esfuerzo de venta o de promoción de los mismos. Se limita a ofrecerle al emisor un espacio en la página web para publicar su información y a proporcionar canales de comunicación con sus inversionistas. Y es por la utilización de la página web que la PFC es compensada.

El hecho de que la PFC facilite el pago del precio de los valores no es relevante para efectos de determinar si existe o no intermediación. Una cosa es realizar una operación por cuenta ajena, y otra muy distinta es facilitar un pago entre dos personas. La diferencia se puede apreciar con más claridad si comparamos las funciones desempeñadas por las PFC con el servicio prestado por una bolsa de valores y al posterior servicio de compensación y liquidación que ofrece CAVALI, que claramente no constituyen intermediación. Por ejemplo, podríamos asemejar la rueda de bolsa, que es un sistema que sirve de punto de encuentro entre compradores y vendedores, a la página web de la PFC. La bolsa solamente ofrece un sistema para facilitar que otras personas realicen las transacciones y, salvando diferencias, lo mismo hace la PFC. ¿Es intermediación? No. Asimismo, cuando se realiza una operación en rueda, el comprador no paga directamente al vendedor, sino que el intermediario respectivo por cuenta de su cliente paga a CAVALI en su calidad de institución de compensación y liquidación, y ésta canaliza el pago al vendedor y registra la transferencia del valor en favor del comprador. ¿Está haciendo CAVALI intermediación? Tampoco.

La Plataforma no es un agente de intermediación, tampoco es una bolsa, una institución de compensación y liquidación, o un estructurador, y por lo tanto no existe regulación vigente que podamos reciclar y aplicar. Se trata de un agente nuevo que merece y necesita su propia regulación.

Si bien la presente investigación se enfoca en el ECF, para efectos de determinar en este subcapítulo la regulación aplicable a las PFC en general, las propuestas emplean un vocabulario inclusivo de manera que aplique también a otras modalidades de Crowdfunding.

4.5.1. Denominación, definición y demarcación de su actividad

4.5.1.1. Denominación y definición

La nueva categoría de agente regulado necesita, desde luego, una denominación que describa adecuadamente su actividad. En México se ha empleado la denominación de “institución de financiamiento colectivo” como un subtipo de una categoría más amplia denominada “institución de tecnología financiera” o “ITF”. En España se emplea el término “plataforma de financiación participativa” y en Argentina “plataforma de financiamiento colectivo”. Las tres denominaciones reflejan satisfactoriamente la actividad regulada, por lo que Ley de Crowdfunding podría adoptar cualquiera. Particularmente, a mí me agrada el término plataforma de financiamiento colectivo, y su abreviatura PFC, que es la se ha venido empleando a lo largo del presente documento. En todo caso, la denominación elegida en la normativa debería ser exclusiva e incluida en la denominación social de la persona jurídica, así como su abreviatura, de manera similar a cómo se hace actualmente con las sociedades agente de bolsa y otras entidades reguladas.

En cuanto la definición concreta de una plataforma de financiamiento colectivo, creo que vale la pena comparar las definiciones elaboradas para las normativas de México, España y Argentina:

- **México:** Artículo 15.- *Las actividades destinadas a **poner en contacto** a personas del público en general, con el fin de que entre ellas se otorguen financiamientos mediante alguna de las Operaciones señaladas en el siguiente artículo, realizadas de manera habitual y profesional, a través de aplicaciones informáticas, interfaces, páginas de internet o cualquier otro medio de comunicación electrónica o digital, solo podrán llevarse a cabo por las personas morales autorizadas por la CNBV, previo acuerdo del Comité Interinstitucional, como instituciones de financiamiento colectivo.*
- **España:** Artículo 46. *Plataformas de financiación participativa. 1. Son plataformas de financiación participativa las empresas autorizadas cuya actividad consiste en **poner en contacto**, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento*

dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores.

- **Argentina:** Artículo 23.- (...) son sociedades anónimas autorizadas, reguladas, fiscalizadas y controladas por la Comisión Nacional de Valores y debidamente inscriptas en el registro que al efecto se constituya con el objeto principal de **poner en contacto**, de manera profesional y exclusivamente mediante portales web u otros medios análogos, a una pluralidad de personas humanas y/o jurídicas que actúan como inversores con personas humanas y/o jurídicas que solicitan financiación en calidad de emprendedores de financiamiento colectivo.

Las tres definiciones son muy similares. En base a ellas, propongo emplear la siguiente definición para el caso peruano:

Son plataformas de financiamiento colectivos aquellas personas jurídicas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera habitual y profesional, mediante el empleo de aplicaciones informáticas, interfaces, páginas de internet o cualquier otro medio de comunicación electrónica o digital, a personas naturales y/o jurídicas que actúan como inversionistas con otras personas naturales y/o jurídicas que solicitan financiamiento para realizar actividad empresarial.

El financiamiento podrá instrumentarse a través de alguna de las siguientes modalidades:

- (a) *Financiamiento colectivo basado en valores: el solicitante del financiamiento emite a cambio de los fondos valores mobiliarios.*
- (b) *Financiamiento colectivo basado en deuda: los inversionistas otorgan préstamos directos en favor del solicitante, quien los asume como un pasivo.*
- (c) *Financiamiento colectivo basado en regalías: los inversionistas adquieren mediante un convenio con el solicitante una parte alícuota o participación en los ingresos, utilidades, rentas o regalías que se obtengan de la realización de una o más actividades o de los proyectos de un solicitante.*
- (d) *Financiamiento colectivo basado en copropiedad: los inversionistas adquieren mediante del solicitante una parte alícuota en la propiedad de*

bienes inmuebles para compartir las rentas que se obtengan de su explotación.

Las actividades antes descritas solamente podrán ser llevadas a cabo por personas jurídicas autorizadas como plataformas de financiamiento colectivo por la Superintendencia de Mercado de Valores.

Nótese que esta definición ha incluido las diversas modalidades de Crowdfunding y no solamente el ECF.

4.5.1.2. Actividades permitidas

Como sucede con toda entidad regulada, su actuar debe estar limitado a aquellas actividades que la ley expresamente autoriza. En ese sentido propongo que las siguientes sean las actividades permitidas a las Plataformas de Financiamiento Colectivo:

- i. Recibir y publicar solicitudes para operaciones de financiamiento colectivo de los solicitantes, así como cualquier otra información relevante relativa al financiamiento, a través de la interfaz, página de internet o medio de comunicación electrónica o digital que utilice para sus actividades.
- ii. Facilitar el acceso de los inversionistas a la interfaz, página de internet o medio de comunicación electrónica o digital que utilice para sus actividades, con la finalidad de conocer las características de las solicitudes para operaciones de financiamiento colectivo.
- iii. Habilitar el uso de canales de comunicación entre inversionistas y solicitantes a través de la interfaz, página de internet o medio de comunicación electrónica o digital que utilice para sus actividades.
- iv. Facilitar la transferencia de fondos de inversionistas a solicitantes, sujeto al cumplimiento de las reglas particulares aprobadas para tal efecto por la Superintendencia de Mercado de Valores.
- v. Asesorar a los solicitantes en relación a la publicación de la operación de financiamiento colectivo, incluyendo la prestación de servicios de asesoría en temas de marketing, tecnología de la información, publicidad, o diseño.
- vi. Brindar servicio de estructuración de la operación de financiamiento colectivo a los solicitantes.

- vii. Realizar procesos de debida diligencia de los solicitantes, en cuyo caso, la publicación de los resultados de tal estudio hecha con la finalidad de brindar información útil a los inversionistas para tomar decisiones de inversión no constituirá asesoramiento financiero siempre que se evite realizar recomendaciones personalizadas.
- viii. Realizar inversiones en las operaciones de financiamiento colectivo, incluyendo en los solicitantes que publiquen operaciones de financiamiento colectivo en la interfaz, página de internet o medio de comunicación electrónica o digital que utilice para sus actividades.
- ix. Reclamar judicial o extrajudicialmente los derechos de crédito, actuando en representación de los inversionistas o en nombre propio si los inversionistas le cedieran su derecho de crédito.
- x. Representar a los inversionistas para la formalización de los contratos de préstamo que se basen en un acuerdo de voluntades manifestado a través de la correspondiente interfaz, página de internet o medio de comunicación electrónica o digital.
- xi. Adquirir o arrendar bienes muebles e inmuebles necesarios para la realización de su objeto y enajenarlos cuando corresponda.
- xii. Proporcionar un espacio virtual que ponga en contacto a compradores y vendedores para efectos de que los usuarios puedan negociar valores y/o derechos económicos.
- xiii. Cualquier otra actividad complementaria a su objeto social y siempre que no consista en una actividad exclusiva de alguna clase de entidad regulada o que requiera de una autorización especial.
- xiv. Otros que autorice la Superintendencia de Mercado de Valores.

Las actividades descritas en los numerales xi, x y xi son típicas en el Crowdlending y en el Crowdfunding inmobiliario, por lo que no han sido específicamente discutidas en la presente investigación, no obstante, en la medida que esta parte de la propuesta debe aplicar a las Plataformas en general, se vio por conveniente incluirlas.

Respecto al numeral xiii, éste tiene por finalidad dar una solución para aquellas Plataformas que pudieran ver por conveniente ofrecer servicios complementarios que no estén expresamente contemplados en la normativa. Sin una disposición así, por dar

un ejemplo, una Plataforma no podría ofrecer un servicio que consista en el manejo de las matrículas de acciones de los emisores a través de un sistema automatizado porque no estaría expresamente permitido. No tendría sentido impedir que tal servicio se preste pues, aisladamente, no es un servicio que sea exclusivo de alguna clase de entidad regulada o para el que se requiera alguna especie de autorización especial. En suma, la existencia de una disposición que sirva como ‘cajón de sastre’ es necesaria pues da margen a las PFC para crear nuevos e innovadores servicios que no se habían contemplado en la normativa originalmente.

4.5.1.3. Prohibiciones

Con la finalidad de asegurar un adecuado funcionamiento de los mecanismos de financiamiento, las plataformas de financiamiento colectivo deben estar prohibidas de:

- i. Recibir de manera directa recursos del público.
- ii. Realizar recomendaciones personalizadas a los inversionistas sobre en qué operaciones invertir.
- iii. Gestionar discrecionalmente las inversiones de sus usuarios en las operaciones de financiamiento colectivo.
- iv. Realizar esfuerzos de promoción de operaciones de financiamiento colectivo particulares.
- v. Recibir órdenes o mandatos de inversionistas para adquirir valores por cuenta de ellos.
- vi. Adquirir valores de los solicitantes con la finalidad de revender dichos valores a los inversionistas.

El numeral i. refleja la prohibición que ya se discutió en el Subcapítulo IV. Los numerales ii, iii y iv tienen por finalidad prevenir que se produzca un conflicto de interés que genere que ciertos clientes de la Plataforma obtengan ventajas sobre otros. La idea es que exista paridad de trato entre todos los solicitantes e inversionistas. Los numerales v y vi tienen por finalidad que la actividad de las plataformas no ingrese al terreno de la intermediación de valores. Debe existir una clara distinción entre ambas clases de actividades.

Además de las prohibiciones antes mencionadas, considero necesario incluir la siguiente prohibición que se incluyó en la Ley Fintech Mexicana:

Artículo 20.- Las instituciones de financiamiento colectivo tendrán prohibido asegurar retornos o rendimientos sobre la inversión realizada o garantizar el resultado o éxito de las inversiones.

Dada la naturaleza del servicio de las Plataformas, que está pensado para ser un mediador imparcial que ponga en contacto a emisores e inversionistas, no es saludable que se involucre en esa relación y garantice rendimientos. Además, el éxito o fracaso de las inversiones no es algo que las PFC estén en posición de garantizar y podría dar una falsa sensación de seguridad a los inversionistas.

4.5.2. Autorización y registro ante el Regulador

4.5.2.1. Autoridad competente

En todas las jurisdicciones estudiadas, las plataformas de financiamiento colectivo deben estar autorizadas por una entidad reguladora para operar. La necesidad de autorización se justifica en el interés público comprometido, el cual amerita que una entidad estatal ejerza supervisión sobre esta clase de compañías.

Creo que en este aspecto, el problema no es si se requiere o no de autorización, sino qué entidad es la que debería dar la autorización respectiva. Siendo estrictos, solamente una de las modalidades de financiamiento colectivo que se usa con fines de inversión involucra emisión de valores mobiliarios, el resto involucra préstamos, regalías o alícuotas en una propiedad. Pero en todos los casos, dinero del público es captado por personas que piden financiamiento y ofrecen a cambio una rentabilidad ¿Qué entidad estaría mejor calificada para otorgar la autorización? ¿La SMV por el tema de los valores mobiliarios, la SBS por el otorgamiento de préstamos, o el Banco Central de Reserva por el uso del sistema de pagos? Veamos algunos ejemplos de la legislación extranjera.

Al respecto, la Ley Fintech Mexicana estableció que le correspondía a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) otorgar la autorización, pero previo acuerdo del Comité Interinstitucional. Este comité está compuesto por 2 representantes de la CNBV, 2 del Banco de México, y 2 de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. La lógica mexicana es que si la actividad involucra temas supervisados por varios reguladores, entonces todos los reguladores deben estar involucradas en el otorgamiento de autorización. Y ello se logra con un comité interinstitucional.

Por otro lado, en España, es la Comisión Nacional del Mercado de Valores la encargada de autorizar e inscribir en su registro a las PFC. Pero para el caso de aquellas plataformas que trabajen con la modalidad basada en préstamos, se necesita, adicionalmente, una opinión favorable del Banco de España.

En Argentina, le corresponde a la Comisión Nacional de Valores otorgar la autorización respectiva sin intervención de otro organismo estatal. De manera similar, en Estados Unidos, esta competencia recae únicamente en la *Securities Exchange Commission*.

En mi opinión, crear una comisión con representantes de varios reguladores sería crear más burocracia, y ello no es, en general, recomendable. Lo mejor es elegir a la entidad que maneje mejor la actividad que se pretende regular. En esa línea, considero que la naturaleza de la actividad de las PFC se asemeja más a la actividad que supervisa la SMV. Cuando se hace una oferta pública de un valor mobiliario lo que se ofrece es una oportunidad de inversión que debería generar un rendimiento futuro. Sucede lo mismo cuando el solicitante pide dinero prestado al público, o les ofrece una regalía o alcúotas en propiedades. Estos últimos, quizás no entren en la estrecha definición de valor mobiliario que se maneja en Perú, pero finalmente se tratan de inversiones. La otra opción, que sería la SBS, regula la actividad bancaria en general, la cual está más ligada a las actividades bancarias tradicionales, como captación de depósitos, que al ofrecimiento de instrumentos de inversión.

4.5.2.2. Procedimiento de autorización de organización y de funcionamiento

Actualmente, el establecimiento de una entidad regulada pasa por dos procesos de autorización ante la SMV: la de organización y la de funcionamiento. Ambas autorizaciones se dan antes de la constitución de la entidad regulada como persona jurídica y la de organización en particular es un requisito para poder elevar a escritura pública la minuta de constitución de la sociedad. Para otorgarla lo que se busca es, principalmente, que las personas naturales detrás de la persona jurídica (accionistas, directores y gerentes) estén debidamente identificadas, tengan solvencia económica y moral, no estén inmersos en impedimentos, tener identificado el grupo económico al que pertenecen y verificar que el estatuto cumpla con los requisitos legales.

Actualmente existen las Normas sobre Organización de Entidades. Esta norma aplica a todas las entidades que requieren autorización de la SMV, es decir, a las bolsas

de valores, agentes de intermediación, instituciones de compensación y liquidación de valores, sociedades administradoras de fondos mutuos de inversión en valores, empresas clasificadoras de riesgos, sociedades tituladoras, entre otras. A todas se les aplica el mismo procedimiento para obtener la autorización de organización. Este es un proceso en el que no observo exigencias que representen un problema las PFC. En esta línea, considero que bastaría con modificar la norma para incluir a éstas dentro de su alcance.

Por otro lado, la autorización de funcionamiento tiene por finalidad determinar si la entidad cuenta con lo necesario para poder ejercer su actividad concreta. Esta sí es una evaluación que varía dependiendo del tipo de entidad y por ello los requisitos para su otorgamiento sí se suelen regular en normas particulares. La normativa deberá incluir una sección donde regule este proceso y sus requisitos. La exigencia de estos requisitos debe ser razonable teniendo en cuenta la complejidad del servicio a ser ofrecido y el riesgo que la actividad implica para el público.

A continuación se listan los requisitos que propongo deban verificarse para efectos de otorgar una autorización de funcionamiento a las PFC:

(a) Requisitos estatutarios

- Que el objeto social contemple de manera exclusiva la realización de las actividades permitidas por la normativa.
- Que el domicilio social, y efectiva administración y dirección, estén localizados en la República del Perú.
- Tener duración indefinida.

(b) Requisitos operativos

- Los directores y gerentes deben contar con demostrable experiencia y capacidad profesional de acuerdo a su labor a desempeñar.³²
- Tener infraestructura física y tecnológica suficiente y adecuada para brindar realizar cada una de las actividades contempladas en su objeto social. No deberían haber actividades mencionadas en el

³² Para efectos de demostrar el cumplimiento de este requisito, se recomienda usar el mismo estándar del Reglamento de Agentes de Intermediación, artículo 27: “Se considera que poseen capacidad profesional quienes cuenten con grado académico, y que poseen experiencia profesional quienes demuestren experiencia laboral en temas relacionados con el mercado financiero o en gestión no menor de cuatro (04) años.”

objeto social sin que se cuente con la capacidad para realizarlas, aunque en un futuro se tenga pensado realizar tal actividad.

- Tener políticas relativas a: (i) manejo de conflictos de interés, (ii) control de riesgos operativos, (iii) seguridad de la información, (iv) procesos de identificación y evaluación de usuarios, y (v) selección de solicitantes y prevención de fraudes, (vi) prevención de lavado de activos y financiamiento del terrorismo³³ y (vii) atención de reclamos de los usuarios.

Tomando en cuenta lo anterior, y usando como modelo la documentación que se presenta para obtener la autorización de funcionamiento de un agente de intermediación (quizás el sujeto regulado que más se asemeja a las PFC), la documentación para otorgar la autorización a una plataforma de financiamiento colectivo podría ser la siguiente:

- Solicitud suscrita por los organizadores en la que se designe a la personal natural que los representará legalmente frente a la SMV, con indicación de su domicilio, teléfono y correo electrónico;
- Copia de la publicación de la resolución de autorización de organización en el boletín de normas legales del Diario Oficial;
- Registro Único de Contribuyente;
- Testimonio de la escritura pública de constitución social, la que debe guardar correspondencia con la información proporcionada en la solicitud de autorización de organización;
- Respecto de quienes ejercerán las funciones de directores, gerentes y apoderados:
 - Hoja de vida que acredite la experiencia y capacidad profesional requerida;
 - Declaración Jurada de no estar incurso en los impedimentos legales aplicables, así como el compromiso de informar a la SMV cualquier modificación que se produzca en esta declaración.
- Indicar el domicilio en el que funcionará la sede principal, así como el de las oficinas en las que se desarrollarán sus actividades

³³ De acuerdo a la normativa especial en la materia (Resolución Conasev N° 033-2011-EF-94.01.1)

- Documentos que acrediten la infraestructura física y capacidad tecnológica mínima, que le permita desarrollar su objeto social.
- Copias de las políticas requeridas por la normativa.
- Descripción del personal a laborar en la plataforma de financiamiento colectivo que permita el normal desarrollo de sus actividades;
- Copia del contrato de servicios de certificación digital a que se refiere el Reglamento del Sistema MVNet y SMV Virtual, el cual deberá cumplir los requisitos establecidos en la norma respectiva; y,
- Declaración Jurada manifestando que se conservan los requisitos que permitieron que se conceda la autorización de organización.

Cabe precisar que la autorización a ser otorgada por la SMV debería ser general para ejercer cualquiera de las actividades permitidas. No siendo necesario que desde un comienzo una PFC realice todas las actividades. Y si en un futuro desarrolla una nueva actividad dentro de las contempladas legalmente, no debería ser necesario solicitar una nueva autorización. Esto para efectos de reducir trámites burocráticos. Sin embargo, considero que la excepción a esta regla debería ser la administración de un *Marketplace*, es decir, un espacio en la plataforma donde se los usuarios puedan ponerse en contacto para comprar y vender valores y que funcione como una suerte de mercado secundario, pues creo que este ya es un servicio que se separa de lo que originalmente hacen las PFC y para el cual se justifica exigir documentación adicional que acredite que las PFC están en capacidad de brindar.

4.5.2.3. Capital mínimo requerido

Normalmente, las entidades reguladas tienen un capital mínimo establecido en sus normas especiales. Así sucede, por ejemplo, con las sociedades agentes de bolsa o sociedades intermediarias de valores. Cabe preguntarse, sin embargo, si para el caso de las PFC también sería conveniente establecer un capital mínimo.

Si observamos la legislación de otros países, encontraremos que la tendencia ha sido la de establecer un capital mínimo. En España, por ejemplo, el artículo 56 de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial establece que las Plataformas deben optar por una de dos opciones: (a) un capital mínimo inicial de €60,000.00 o (b) un seguro de responsabilidad civil profesional con cobertura de €300,000.00 por reclamación de daños y un total de €400,000.00 anuales para todas las reclamaciones.

Además de esto, se establecen una serie de aumentos según los importes totales de financiación obtenida por los proyectos publicados vayan alcanzando ciertos intervalos, pero que no pueden exceder de €2'000,000.00. En Reino Unido, también existe un capital mínimo ascendente a la suma de £50,000.00. Similar exigencia encontramos en Portugal o Finlandia, donde el capital mínimo es de €50,000.00, aunque se puede optar por un seguro cuya cobertura sea igual a ese monto (Sadzius y Sadzius, 2017, p.57).

Pero no todos los países siguen esta tendencia. Una gran excepción a la regla es Estados Unidos. De acuerdo a la exposición de motivos de Regulation Crowdfunding, la SEC optó por no establecer un capital mínimo requerido bajo el argumento de que tales requisitos incrementarían el costo para constituir Plataformas, reduciendo el potencial número de éstas y con ello la competencia, sin dar protección significativa adicional a los inversionistas pues las Plataformas no manejan dinero del público.

Considero que lo mejor en este aspecto es llegar a un punto intermedio. El objetivo que se persigue con el capital mínimo es que las PFC tengan recursos para operar y para hacer frente a sus pasivos, principalmente para asumir responsabilidad frente a los inversionistas. Desde luego, es importante dar ciertas garantías a los inversionistas, pero el capital mínimo no es la medida idónea para ello. El hecho de que una sociedad cumpla con un capital mínimo, no garantiza que, materializada una contingencia, vaya a tener la liquidez inmediata para hacerle frente. Ese capital mínimo, probablemente esté invertido en activos que no son de rápida realización. Lo que sí puede suceder es que algunas Plataformas tengan problemas para alcanzar el capital mínimo desde el inicio, convirtiéndose este requisito más en una barrera de entrada al mercado que un mecanismo de protección.

Una mejor medida de protección es requerir la contratación de un seguro de responsabilidad civil. Claramente esta es una medida más eficaz pues garantiza, a diferencia del capital mínimo, que al producirse el supuesto de responsabilidad frente a los inversionistas, los mismos serán indemnizados. Y a esto cabe agregar la ventaja de tener a una empresa aseguradora examinando la situación financiera de las Plataformas. Asimismo, cubrir la contratación de la póliza al inicio debe ser un requisito de más fácil cumplimiento que el de capital mínimo, más aún cuando el hecho de no manejar recursos del público y la ausencia de responsabilidad solidaria con los Promotores deberían reducir la exposición de las Plataformas y por lo tanto generar el cobro de una prima menor.

Por las razones expuestas anteriormente, considero que la Ley de Crowdfunding no debería requerir un capital mínimo a las PFC, pero sí la contratación de una póliza de responsabilidad civil hasta por cierto monto. El cálculo de este monto escapa al alcance de esta investigación pues se requeriría de un estudio económico para fijarlo. Sí recomendaría que el mismo sea determinado como un porcentaje del volumen de financiamiento manejado por cada PFC y no como un monto fijo y así que las exigencias vayan en proporción al tamaño de cada PFC.

4.5.2.4. El caso de los Agentes de Intermediación

De acuerdo a la LMV, los Agentes de Intermediación, ya sean Sociedades Agentes de Bolsa (SAB) o Sociedades Intermediarias de Valores (SIV) solamente pueden realizar las actividades que les está permitido por ley. En ese sentido, no podrían realizar directamente las actividades propias de una PFC, que estarán reservadas a las sociedades constituidas como tales.

Teniendo en cuenta que tanto las SAB y las SIV, al tener giros de negocio estrechamente vinculados a la colocación y negociación de valores, serían quizás las entidades mejor posicionadas para empezar a realizar operaciones de ECF, existen dos temas que la Ley de Crowdfunding debe tratar.

Primero, considero necesario que la Ley de Crowdfunding permita expresamente que una SAB o SIV pueda tener como subsidiaria a una PFC. Adicionalmente, se debería establecer, de manera similar a como hace el artículo 201 de la LMV, que no se requerirá de pluralidad de accionistas en estas subsidiarias.

Segundo, sin perjuicio de que la actividad típica de una PFC no incluye la intermediación de valores, se debe dejar abierta la posibilidad de que una SAB o SIV realice las operaciones de una PFC obteniendo una autorización de funcionamiento adicional como tal. Desde luego, deberá cumplir con todas las obligaciones propias de una PFC que no se superpongan con aquellas que ya les corresponden como agentes de intermediación.

Con esta regulación se les permite a los agentes de intermediación que quieran experimentar en el ámbito del ECF, elegir la forma que juzguen más conveniente para ello, ya sea con una subsidiaria o realizando la actividad directamente.

4.5.3. Obligaciones permanentes para con el regulador

Para determinar la carga regulatoria de las PFC, creo que se debe tomar en cuenta que no son entidades que manejen dinero del público, y que el tamaño de las emisiones facilitadas a través de su página web están limitadas. Esto significa que no merecen una carga regulatoria semejante, por ejemplo, a un agente de intermediación o sociedad administradora de fondos que realizan actividades a una escala mayor.

4.5.3.1. Información financiera y operativa

Actualmente, la preparación y presentación de información financiera por parte de las entidades que requieren autorización de la SMV para operar, están reguladas en las Normas sobre preparación y presentación de Información Financiera, cuyo artículo 1 establece que es de aplicación a las personas jurídicas inscritas en el RPMV, y además precisa que “ (...) *Para efectos de las presentes normas, entiéndase por personas jurídicas inscritas en el RPMV, a los agentes de intermediación, sociedades administradoras de fondos mutuos, sociedades administradoras de fondos de inversión, sociedades tituladoras, empresas clasificadoras de riesgos, empresas proveedoras de precios y demás entidades a las que la Superintendencia del Mercado de Valores otorgue autorización de funcionamiento.*” En consecuencia, estas normas serían automáticamente aplicables a las PFC al ser inscritas en el RPMV y además tener autorización de funcionamiento.

La pregunta que debemos hacernos es si el nivel de exigencia de estas normas es el adecuado para las plataformas de financiamiento colectivo o no.

La resolución exige a las personas jurídicas inscritas en el RPMV, presentar estados financieros trimestrales no auditados, y estados financieros anuales auditados el mismo día de ser aprobados por el órgano competente y dentro de las fechas límite establecidas. Asimismo, deben preparar y presentar una memoria anual.

Las plataformas de financiamiento colectivo no manejan dinero del público. Esto disminuye drásticamente el riesgo que su situación financiera genera para terceros, y en tal sentido, no considero necesario monitorear de manera tan constante su situación financiera. En consecuencia no deberían presentar estados financieros intermedios, y simplemente deberían presentar sus estados financieros anuales auditados y memoria anual.

Sí considero que la normativa especial debería precisar ciertos contenidos que deben incluirse en la memoria anual y que es particularmente relevante para las PFC. Recogiendo esta idea de la legislación española, artículo 91, de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial para ser más precisos, la memoria anual debería contener la siguiente información: (i) un resumen de los resultados de las campañas publicadas en la página web, incluyendo tanto aquellas campañas que alcanzaron su meta de financiamiento como aquellas que no, (ii) un resumen de aquellos proyectos que no fueron seleccionados para su publicación así como las categorías de razones que motivaron el rechazo, (iii) la identificación de la entidad de crédito o empresa de servicios fiduciarios contratada por la plataforma para facilitar los pagos de inversionistas a emisores, y (iv) resumen de acciones judiciales, quejas y reclamos presentados por sus clientes. Esta información es relevante para darle al regulador una idea más clara de cómo se desarrollan las operaciones de las plataformas y el sector en general, y así poder ejercer una mejor supervisión.

4.5.3.2. Actos societarios

Anteriormente se mencionó que no se tenía objeción a la aplicabilidad de las Normas sobre Organización de Entidades. Estas normas incluyen ciertas obligaciones informativas en sus artículos 12 y 13 que serían de aplicación a las Plataformas de Financiamiento Colectivo.

El artículo 12 obligaría a las Plataformas a pedir autorización a la SMV para toda transferencia de acciones que permita que una persona natural o jurídica supere la propiedad directa o indirecta de más del 10% del capital social de la entidad, así como cualquier acto de gravamen, fideicomiso, convenios de gestión u otros actos jurídicos que involucren de manera directa o indirecta más del 10% de acciones representativas del capital social y que otorguen a un tercero el ejercicio de los derechos de voto en el mencionado porcentaje. Además, se debe demostrar la solvencia económica y moral del adquirente de la participación o de los derechos de voto. En los casos en que los actos antes descritos tengan un impacto de entre 4% y 10% en la participación accionaria no se requerirá autorización pero sí se debe informar a la SMV al respecto.

Por su parte, el artículo 13 establece las mismas consecuencias para los supuestos de aumento de capital y otros actos jurídicos no mencionados en el artículo 12. Es decir, si como consecuencia de un aumento de capital una persona adquiere más

del 10% de participación de la PFC, se deberá pedir autorización. Y si el porcentaje obtenido oscila entre 4% y 10% se debe informar a la SMV. A diferencia del artículo 12, este artículo incluye un supuesto adicional para solicitar autorización, y es en caso que el aumento genere un cambio en la unidad de decisión o control de la plataforma.

La aplicación de estos artículos tiene la finalidad de asegurar que las personas que controlan la plataforma o que ejercen una influencia importante en su accionar cumplan con estándares de solvencia económica y moral, reduciendo así el riesgo de futuras conductas fraudulentas o incumplimientos normativos. Además tiene mucho sentido que los nuevos accionistas que adquieran una participación relevante acrediten tener las mismas condiciones en cuanto a solvencia económica y moral que aquellos que fueron originalmente evaluados para fines de otorgar la autorización de organización. Sino sería sumamente sencillo eludir el control en la fase de la autorización de organización transfiriendo el control de la plataforma posteriormente a personas que no cumplen los requisitos legales.

Estas restricciones no significan una carga regulatoria que vaya a generar costos importantes para la plataforma, en ese sentido, no es un factor determinante para la decisión crear o no una; por el contrario, beneficia la actividad supervisora del regulador. Por estos motivos estoy de acuerdo con su aplicación.

4.5.3.3. Lavado de activos y financiamiento del terrorismo

Las PFC actúan en un sector en el que puede haber, de forma agregada, movimiento de grandes cantidades de capital de inversionistas hacia emisores. Por este motivo es necesario que estén incluidas dentro de lo que se conoce como el Sistema de Prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo (SPLAFT).

El SPLAFT consiste de un conjunto de compañías privadas que están legalmente obligadas a recabar cierta información de las operaciones que realizan con sus clientes, procesarla hasta cierto punto y compartirla con la Unidad de Inteligencia Financiera (UIF) para que ésta haga un análisis más profundo de tal información. Las compañías privadas que componen el SPLAFT son todas aquellas que realizan ciertas categorías de actividades que se encuentran taxativamente listadas en la normativa aplicable y se les denominada “sujetos obligados”.

Los sujetos obligados deben contar con un funcionario especializado en el cumplimiento de normas del SPLAFT llamada oficial de cumplimiento, quien es el nexo directo entre el sujeto obligado y la UIF. Además, los sujetos obligados deben identificar correctamente a sus clientes, llevar un registro de operaciones (ROS), e identificar de esas operaciones cuáles califican como operaciones inusuales o sospechosas. Las que tengan la calificación de sospechosa son reportadas a la UIF por el oficial de cumplimiento. Adicionalmente, los sujetos obligados deben contar con un manual de prevención de lavado de activos y un código de conducta, entre otras obligaciones, como llevar a cabo al menos una capacitación anual a su personal. Particularmente, las entidades supervisadas por la SMV deben emitir un informe de auditoría interna llamado “Informe Anual Especial”, contar con una auditoría externa sobre el cumplimiento del SPLAFT que acompañe los estados financieros auditados, y sus oficiales de cumplimiento deben emitir informes con periodicidad semestral.

La aplicación de las normas relativas al Sistema de Prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo (SPLAFT) en relación a las personas jurídicas bajo supervisión de la SMV ya está regulada en la Resolución CONASEV N° 033-2011-EF-94.01.1, Normas para la Prevención del Lavado de Activos y Financiamiento al Terrorismo (2011). Dada la redacción del artículo 1 sobre el alcance de la norma, para que esta norma aplique a las plataformas de financiamiento colectivo deberá modificarse el listado de sujetos obligados establecido en la Ley N° 29038, Ley que incorpora la Unidad de Inteligencia Financiera del Perú a la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (12 de junio de 2007).

Si bien, vista de forma aislada, esta sería una carga regulatoria pesada para las plataformas de financiamiento colectivo, no lo es tanto tomando en cuenta el marco regulatorio que la presente propuesta contempla para las PFC. Una de las cargas más pesadas del SPLAFT es la debida diligencia en la identificación de clientes, sin embargo, las plataformas, de por sí, ya deberían realizar una debida diligencia para identificar correctamente a los emisores y usuarios, por lo que las disposiciones sobre el SPLAFT terminan complementando el trabajo que de todas maneras ya deben hacer.

Existe, no obstante, un artículo de las Normas para la Prevención del Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo, aprobado por Resolución CONASEV N° 033-2011, (22 de mayo de 2011) cuya aplicación podría ser especialmente problemática para una plataforma de financiamiento colectivo; se trata del artículo 8:

8.1 Para la verificación de la información sobre la identificación de los clientes, adicionalmente, los sujetos obligados procurarán **realizar visitas a sus domicilios u oficinas, llevar a cabo entrevistas personales o realizar otros procedimientos que les permitan obtener seguridad de que sus clientes han sido debidamente identificados y alcanzar un conocimiento de sus clientes, debiendo dejar constancia documental de ello en el archivo individual de cada cliente, y en la cual se indique el lugar, fecha y hora de los mismos, así como sus resultados.** Asimismo, los sujetos obligados deben tener en cuenta que la información proporcionada por sus clientes y que no les sea posible verificar, constituye una señal de alerta para la detección de operaciones sospechosas.

El procedimiento de registro de los usuarios de las plataformas es virtual y masivo. Es imposible pedir que las plataformas verifiquen mediante visitas, entrevistas personales o equivalentes, la identidad de los mismos. En este aspecto en particular, la normativa debería hacer una excepción en el sentido de, si bien se consideran como clientes a los emisores y usuarios de la página web, la obligación de verificación de información solamente es aplicable al tratar con los emisores y no con los usuarios.

La otra obligación pesada es llevar el control de las operaciones en un “Registro de Operaciones”. De acuerdo al artículo 10 de la Resolución CONASEV N° 033-2011, las operaciones que se deben registrar son solamente aquellas por importes iguales o superiores a US\$ 10,000 u operaciones menores hechas por un mismo cliente que en agregado igualen o superen US\$ 50,000. El grueso de los “clientes” de las plataformas son los usuarios de la página web, que llegarían a los miles. El lado positivo es que, debido a los límites aplicables a esta clase de inversiones, seguramente, la mayoría de las operaciones de los usuarios se encontrarán por debajo del umbral establecido en el artículo 10 y, por lo tanto, fuera del registro y de la responsabilidad de calificar la operación como inusual o sospechosa. Lo opuesto sucede con las emisiones, pues éstas en general sí superarán estos umbrales y entrarían en el ROS, pero representarían, en cantidad, muchas menos operaciones, haciendo la gestión del ROS más manejable.

En resumen, sí es necesario que las plataformas de financiamiento colectivo sean parte del SPLAFT pues ello ataca uno de los riesgos que más preocupa a los

reguladores. Las plataformas deberían ser capaces de asumir esta carga regulatoria sin muchos problemas pues éstas de por sí deben identificar debidamente a sus clientes, tanto emisores como inversionistas, lo cual hace que las obligaciones relativas al conocimiento del cliente sean complementarias y no una carga adicional que no guarde relación con los procedimientos ordinarios de la compañía.

4.5.4. Regulatory Sandbox

El '*regulatory sandbox*' (en español, "caja de arena regulatoria") es una herramienta regulatoria que consiste en permitir a compañías, que normalmente necesitarían una autorización para realizar sus actividades, probar su modelo de negocio en el mercado, a pequeña escala y por un tiempo limitado, prescindiendo de la autorización respectiva. Este proceso se realiza de manera controlada y bajo supervisión del regulador competente. Recién después de concluido el periodo de prueba, y ya teniendo una mejor idea de la viabilidad del producto o servicio, es que las compañías deben obtener la autorización aplicable. Esta herramienta también sirve para probar servicios innovadores que no estarían regulados por las normas vigentes pero que debido a sus características ameritan cierta regulación. De esta manera, las entidades que pretenden ofrecer este servicio pueden trabajar con el regulador para generar una regulación a la medida.

El objetivo general perseguido con esta herramienta es promover el ingreso de nuevos e innovadores productos y servicios financieros al mercado, y fomentar la competencia, ello en beneficio de los consumidores. Concretamente, lo que en teoría debería lograrse con el *regulatory sandbox* es: (i) reducir el tiempo y, potencialmente el costo, de introducir ideas innovadoras al mercado, (ii) reducir la incertidumbre regulatoria y de esta manera facilitar el acceso al financiamiento, (iii) permitir que más productos sean probados y, potencialmente introducidos al mercado, y (iv) permitir al regulador trabajar de la mano con los innovadores para asegurarse que los productos y servicios ofrecidos cumplen con la regulación aplicable e incluye medidas de protección apropiadas (FCA, 2017, p.3).

El principal promotor del *regulatory sandbox* ha sido la autoridad de Reino Unido en materia de servicios financieros, el FCA. Su aplicación comenzó en junio de 2016 y, de acuerdo al reporte que esta entidad emitió en octubre de 2017, los resultados han sido positivos en relación a los cuatro aspectos descritos en el párrafo anterior. Por

ejemplo, de acuerdo al FCA, el 75% de las compañías aceptadas completaron satisfactoriamente la primera etapa de prueba (la etapa de prueba se divide en 2 etapas de 6 meses), el 90% de las firmas que completaron sus pruebas en la primera etapa continuaron y ampliaron el alcance de su producto o servicio en el mercado, la mayoría de las compañías prosiguieron a obtener una autorización completa para realizar sus actividades, el 77% de las compañías aceptadas para la segunda etapa progresaron con la realización de sus pruebas y al menos el 40% de las firmas que completaron la primera etapa de prueba recibieron financiamiento durante o inmediatamente después de las pruebas en el *sandbox*.

Otros países que han seguido este ejemplo son Australia y Singapur. Recientemente, México incluyó en su ley para regular las Fintech, un capítulo que trata de los “Modelos Novedosos”, el cual no es otra cosa que un marco legal para practicar el *regulatory sandbox*.

Para las PFC, la existencia en la Ley de Crowdfunding de un *sandbox* traería beneficios en dos etapas. Es beneficioso en la etapa inicial de la plataforma pues permite (i) poner a prueba su viabilidad antes de incurrir en todos los gastos que implicaría obtener la autorización respectiva, (ii) mejorar sus posibilidades de obtener el financiamiento respectivo si las pruebas arrojan resultados positivos, y (iii) asegura que la forma en que se estructure el servicio cumpla con la regulación aplicable, lo cual , además de contribuir a la obtención de financiamiento, minimiza el riesgo de eventuales sanciones por parte del regulador y mejora la posición de la compañía para defenderse ante eventuales reclamos.

Además, es beneficioso incluso si la PFC ya está en etapa operativa. Imaginemos que una PFC desea brindar un servicio nuevo, pero identifica que existen ciertos obstáculos normativos, o que existe ambigüedad respecto a la aplicación de determinadas normas. A través de un *sandbox* podría conducir pruebas obteniendo excepciones o condicionantes del regulador. Las pruebas en el *sandbox* podrían incluso dar como resultado la emisión de normativa adicional que de seguridad jurídica a la nueva actividad y elimine los obstáculos normativos identificados.

Considero que el *sandbox* resultaría útil principalmente para que las PFC u otras Fintech introduzcan al mercado plataformas electrónicas que permitan negociar y transar valores no registrados en el RPMV, como vendrían a ser los valores emitidos en

las Ofertas Públicas Exentas. Esto permitiría que se genere un mercado secundario, proveyendo de liquidez a los inversionistas. Este proceso también podría concluir en la emisión de reglamentación preparada a la medida de las necesidades del mercado.

Por los motivos antes expuestos, la Ley de Crowdfunding debería contener una sección que regule este mecanismo, de manera similar a como lo hace la Ley Fintech Mexicana. A continuación, se listan algunas pautas que la normativa debería contener:

- i. **Establecer criterios de entrada:** estos criterios deben definir qué clase productos o servicios son elegibles para gozar de los beneficios del *sandbox*. Debe tenerse en cuenta que el regulador cuenta con recursos limitados para trabajar con las compañías aceptadas, de manera que debe priorizarse aquellas que sean realmente innovadoras y puedan traer los mayores beneficios al público. En ese sentido, el Banco Interamericano de Desarrollo, sugiere el uso de tres requisitos de entrada: (i) el modelo de negocio o proyecto debe ser novedoso. Puede entenderse por novedoso un producto o servicio que no existe previamente, o que existiendo, se utiliza una nueva tecnología que no ha sido probada anteriormente; (ii) el producto o servicio que se pretende probar debe estar listo para operar en modo de prueba, (al respecto, creo necesario agregar que las pruebas deben ofrecerse a un número limitado de personas), y (iii) las plataforma debe evidenciar que el producto o servicio genera un beneficio para el consumidor financiero (Herrera y Vadillo, 2018, p.17).
- ii. **Establecer requisitos de ingreso al sandbox:** además de los criterios de elegibilidad, las plataformas que postulen al *sandbox* deberían presentar una solicitud que explique la necesidad que tienen de usar el mecanismo de *sandbox* y que incluya la siguiente documentación: (i) documentación legal que la identifique plenamente; (ii) plan de negocios que explique el problema que soluciona con su producto o servicio innovador, identificación del mercado objetivo, detalle del modelo de negocio, análisis de riesgos y su gestión, procedimiento para la entrada a producción al público en general; (iii) descripción de las soluciones previstas en caso se genere algún perjuicio a los clientes durante el periodo de prueba, como podría ser la contratación de un seguro de responsabilidad civil; y (iv) descripción del procedimiento de

conclusión de las pruebas sin afectar a los clientes por la discontinuación del producto o servicio (Herrera y Vadillo, 2018, p.17).

- iii. **Definir la duración máxima de las autorizaciones:** en el Reino Unido el periodo de prueba se dividía en dos etapas de 6 meses. En México se establece una duración máxima de 2 años. Por su parte, el Banco Interamericano de Desarrollo recomienda aplicar un periodo inicial de 6 meses, ampliables por el regulador (Herrera y Vadillo, 2018, p.17). En base a estos ejemplos, creo que es razonable establecer que las autorizaciones se otorguen por periodos de 6 meses, y que luego de concluido cada uno se analicen los resultados y procedan ampliaciones por 6 meses adicionales hasta un máximo total de 2 años.
- iv. **Revelación de información al usuario:** debe establecerse la obligación de las compañías de revelar que el producto o servicio se encuentra en un proceso de prueba y de describir los riesgos involucrados y los mecanismos disponibles para resarcir potenciales daños. Para asegurar que el cliente ha tomado conocimiento, debería recabarse su consentimiento electrónicamente.
- v. **Aclarar quién emite las autorizaciones temporales:** Las autorizaciones temporales deben ser emitidas por la autoridad competente para emitir la autorización definitiva, o por la autoridad que tiene competencia sobre las normas que, de acuerdo a la solicitud presentada, obstaculizan la comercialización del producto o servicio.
- vi. **Publicidad:** Las autoridades competentes deben hacer públicos los otorgamientos de autorizaciones temporales a través de sus páginas web.
- vii. **Obligaciones de las compañías durante el periodo de prueba:** tomando el ejemplo de México, las compañías deberían enviar un reporte trimestral (recordemos que la duración de la autorización es de 6 meses) conteniendo el número de operaciones realizadas, el número de clientes que usan el producto o servicio, y las situaciones de riesgo que se hayan presentado.

viii. **Definir el rol del regulador durante el periodo de pruebas:** una vez que la autorización ya ha sido otorgada, el regulador debe mantener facultades para solicitar información adicional a la del reporte trimestral en cualquier momento y tomar acciones correctivas, como la revocación de la autorización temporal, si observa que se está generando un riesgo excesivo para los consumidores. La regulación mexicana recoge los siguientes supuestos de revocación que considero recomendable recoger: (i) cuando se dejen de cumplir con los requisitos para formar parte del sandbox, (ii) en caso se presenten riesgos inesperados para los consumidores, (iii) cuando la compañía omite entregar el reporte trimestral, (iv) si la compañía realiza actividades distintas a las contempladas en su autorización temporal, y (v) cuando la compañía lo solicite.

A manera de reflexión final sobre este punto, debe tenerse en cuenta que el aprovechamiento de los beneficios de un *regulatory sandbox* depende del buen o mal manejo del regulador. Debe ser una herramienta que fomente el diálogo entre la SMV y las plataformas, y no uno donde la SMV imponga sus condiciones. No solo debe ser un proceso de aprendizaje para las plataformas, sino también para el regulador, quién tendrá la oportunidad de entender sus problemas y preocupaciones, y deberá encarar estas interacciones con una mentalidad abierta, estando dispuesta a hacer cambios normativos de ser necesario.

4.5.5. Plataformas Extranjeras y Ofertas Transfronterizas

Hasta el momento, la Oferta Pública Exenta que se propone en el presente trabajo de investigación se encuentran circunscrita al ámbito de las PFC autorizadas por la SMV. Pero el ECF es un fenómeno potenciado por el Internet, y éste no conoce de límites territoriales.

¿Qué pasaría si la página web de una PFC en México es accesible desde Perú y un residente peruano decide invertir en alguna compañía que ofrece sus valores allí? ¿Esta compañía está haciendo una oferta pública en el Perú? No existe actualmente consagrado en una norma legal un conjunto de criterios oficiales para localizar una oferta pública. Quizás porque antes de la aparición de Internet era muy fácil y hasta obvio si la oferta estaba siendo realizada o no en el Perú. Sin una forma de realizar la oferta de manera remota, el emisor o el agente que hubiera contratado para colocar sus valores, tendrían que tener alguna presencia física en territorio peruano para poder

ofrecer los valores al público. En este escenario, era mucho más sencillo argumentar que la oferta pública se estaba llevando a cabo en el Perú y que por lo tanto la oferta debía ser registrada ante la SMV. La falta de claridad que ha generado el Internet al momento de localizar la oferta en un territorio determinado nos deja a merced de la interpretación del regulador.

La reacción de los principales reguladores alrededor del mundo suele ser la más conservadora. Su lógica es muy simple, si un ciudadano de su jurisdicción tiene acceso a la oferta, entonces se entiende que forma parte del público objetivo de esa oferta y en consecuencia se están llevando a cabo esfuerzos de venta en su jurisdicción, gatillando la aplicación de sus normas legales. Esta clase de razonamiento suele ser, por ejemplo, el empleado por la SEC. Y por esta razón, las PFC que no están localizadas en Estados Unidos no suelen aceptar inversionistas norteamericanos. Tienen temor de que las normas del mercado de valores de este país le terminen siendo aplicables. Sara Hanks (2016), fundadora y CEO de Crowdcheck, y co-presidenta del Comité de Asesoría de la SEC en materias de empresas pequeñas y emergentes, se refiere a este problema:

“The first issue is one that is familiar to any US investor who has tried to invest on an offering on a crowdfunding platform outside the US. At some point, when your US identity becomes clear, the platform’s investor onboarding system is going to throw you out. No-one wants to include US investors, because our rules are so complex and our lawsuits so many!”

“El primer tema es uno que es muy familiar para cualquier inversionistas norteamericano que haya intentado invertir en una oferta en una plataforma de Crowdfunding fuera de Estados Unidos. En algún punto, cuando su identidad estadounidense es clara, el sistema de la plataforma te arrojara afuera. ¡Nadie quiere incluir inversionistas norteamericanos debido a que nuestras reglas son tan complejas y nuestras demandas son tantas!”

Y no solo es un problema con relación a Estados Unidos, también se vienen generando problemas con el acceso de inversionistas canadienses a ofertas realizada a través de PFC estadounidenses:

“Another development that we’ve seen is questions coming from Canadian regulators. Without making any specific offers or marketing efforts into Canada, some companies

making US crowdfunding offerings have ended up accepting investments from Canadian investors, who picked up information about the offering on the internet (information wants to be free). Canadian regulators seem to be treating this scenario as if the companies had deliberately marketed their offerings into Canada, and requiring the companies to fit within Canadian crowdfunding rules (where the relevant province has such rules) or other exemptions from prospectus requirements. This is arguably imposing a broader jurisdictional reach than even the US laws would impose.”

“Otro desarrollo que estamos viendo está relacionado a asuntos que vienen de reguladores canadienses. Sin hacer ninguna oferta específica o esfuerzo de venta en Canada, algunas compañías que han hecho ofertas vía Crowdfunding en Estados Unidos han aceptado inversionistas canadienses que habían encontrado información sobre la oferta en internet (la información quiere ser libre). Los reguladores Canadienses parecen estar tratando este escenario como si las compañías estuvieran deliberadamente promoviendo sus ofertas en Canadá, exigiendo que las compañías se adecúen a las reglas de Crowdfunding canadienses u otras excepciones a los requisitos de prospectos. Esto está imponiendo un alcance jurisdiccional mucho más amplio de lo que incluso la ley de Estados Unidos impondría.” (Hanks, 2016)

Asimismo, dentro de la Unión Europea se ha identificado esta situación como un problema y se ha discutido la posibilidad de uniformizar las regulaciones de Crowdfunding para permitir ofertas transfronterizas. Lo que viene sucediendo actualmente es que, si bien un emisor realiza su oferta en el país “A” con una PFC autorizada y cumpliendo con toda la normativa aplicable, al momento en que acepta inversionistas del país “B” se da con la sorpresa de que debe cumplir, adicionalmente, las leyes del país B, y así sucesivamente con los países “C”, “D” y “E”. Estas incompatibilidades entre regulaciones imposibilitan realizar ofertas transfronterizas y, desde el punto de vista de los emisores, reducen drásticamente el universo de inversionistas.

Al respecto, la Comisión Europea emitió un informe en diciembre del 2017 titulado *“Identifying market regulatory obstacles to cross-border development of Crowdfunding in the EU”*. Se identificaron algunas medidas que vienen tomando las PFC para operar bajo las barreras legales existentes. Algunas PFC optan por operar mediante entidades separadas en cada estado miembro. Otras operan mediante una

alianza con PFC locales para poder captar recursos fuera de su jurisdicción de origen. Y aquellas que pueden afrontar los costos adicionales, operan mediante una licencia como “proveedor de servicios financieros” bajo las reglas de la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), lo cual les permite prestar servicios financieros en cualquier estado miembro (Comisión Europea, 2017). ¿Acaso no sería conveniente para todos crear un gran mercado común y así eliminar los costos cumplir con múltiples legislaciones simultáneamente?

En un mundo ideal, los países se pondrían de acuerdo para tener una regulación uniforme de Crowdfunding que permita a las PFC y emisores realizar cualquier actividad relativa a las ofertas en cualquier país distinto a su país de origen. La idea de regulaciones uniformes es que si una persona ha cumplido todos los requisitos regulatorios en la jurisdicción de origen, entonces también debe entenderse que cumple los requisitos en todas las demás jurisdicciones. Esto posibilita que el regulador de una jurisdicción reconozca como igualmente válida la autorización de otro, pues tiene la garantía de que cumple los mismos estándares. Sin embargo, siendo realistas, uniformizar las legislaciones latinoamericanas sería una tarea sumamente difícil. De manera que debemos encontrar una solución distinta desde el punto de vista de nuestra legislación en particular.

Lo cierto es que no es necesario uniformizar las legislaciones de todos los países involucrados para lograr cierto grado de integración. Basta con reconocer expresamente que la oferta pública realizada a través de la página web de una PFC autorizada en la jurisdicción “A” se sujeta únicamente a las normas de esa jurisdicción y que el hecho de ser accesible desde otras jurisdicciones a través de Internet no implica que la oferta se esté llevando a cabo en tales otras jurisdicciones, por lo que sus normas no son aplicables.

En resumen, considero que la Ley de Crowdfunding debería contener un artículo como el siguiente:

“Quedarán comprendidas bajo el alcance de esta ley las ofertas públicas realizadas en territorio peruano. Se considerará que una oferta pública es realizada en territorio peruano cuando se realice a través de una Plataforma de Financiamiento Colectivo autorizada por la SMV.

Las ofertas públicas realizadas a través de Plataformas de Financiamiento Colectivo o sus equivalentes en el extranjero se considerarán efectuadas fuera de territorio Peruano siempre que se cumpla con lo siguiente:

- (a) No se realicen esfuerzos de ventas directamente dirigidos a personas domiciliadas en el Perú. Para estos efectos, el acceso remoto a la página web administrada por la Plataforma de Financiamiento Colectivo extranjera desde Perú no se considera como un esfuerzo de ventas directo dirigido a personas domiciliadas en Perú.*
- (b) La Plataforma de Financiamiento Colectivo extranjera cuenta con las autorizaciones correspondientes de acuerdo a su legislación aplicable.*
- (c) La Plataforma de Financiamiento Colectivo extranjera exija una declaración expresa por parte de las personas domiciliadas en Perú que suscriban las ofertas respectivas mediante la cual reconozcan conocer que la oferta está regida por las leyes del país extranjero.”*

Con este texto queda claro que una persona domiciliada en el Perú puede participar en ofertas realizadas en PFC extranjeras accediendo desde Perú a la web correspondiente sin que el emisor o la PFC deban cumplir con las leyes peruanas. El fundamento detrás de esto, no es, obviamente, que el inversionista peruano vaya a tener una protección similar en el extranjero a la que tendría en su país. Nada garantiza que ello vaya a ser así pues las legislaciones no son uniformes. La justificación para permitir esto es que, en estos casos, el inversionista peruano es quien busca al emisor y no al revés. El acceso desde Perú no es otra cosa que un canal que permite al inversionista peruano buscar inversiones en el extranjero a un menor costo. El domiciliado peruano tiene derecho a invertir su dinero ya sea en Perú o en el extranjero sin limitaciones. Y la regla que propongo no es otra cosa que un reconocimiento de este derecho.

Lamentablemente, el Proyecto de Ley al tratar su ámbito de aplicación territorial no regula adecuadamente este tema:

“Artículo 3. Ámbito de aplicación territorial

Están sujetas a la presente Ley las PFP que ejerzan la actividad descrita en el artículo 2 en territorio nacional peruano.

No se considerará que un servicio ha tenido lugar en territorio nacional cuando un residente en Perú participe, como inversionista o promotor en una PFP cuyo administrador tenga domicilio social en el extranjero, independientemente de si la oferta hubiera sido dirigida por la empresa directamente en territorio peruano y/o inversionistas y/o promotores residentes en el país.”

Esta redacción permite que cualesquiera Plataformas, incluso aquellas que en su respectiva jurisdicción podrían no tener autorización para operar o no tienen supervisión en absoluto, puedan dirigir ofertas en territorio peruano sin ninguna restricción. No critico que el público peruano este expuesto a estas ofertas que son más riesgosas al no haber garantía de supervisión por una entidad reguladora, pues mi propuesta tampoco impediría que una persona pueda realizar inversiones en ellas. El problema es que la redacción del artículo daría a entender que se puede dirigir la oferta directamente en Perú, es decir, que se pueden realizar esfuerzos de promoción en el Perú sin ninguna restricción, prácticamente como si fuera una entidad que sí cumple con las normas peruanas. Ya no se trataría de una persona que busca inversión en el extranjero (supuesto en que se justifica la flexibilidad regulatoria), sino de una entidad del extranjero que realiza una oferta localmente, siendo este segundo supuesto algo que no debiera ser posible, pero que el Proyecto de Ley estaría permitiendo.

En resumen, la solución que propongo no permite que una PFC o emisor extranjero pueda promocionar libremente las ofertas en el Perú, sino que únicamente permite que Plataformas extranjeras den acceso a domiciliados en el Perú a su página web teniendo certeza de no estar violando las leyes peruanas. Para conseguir un mercado totalmente integrado, donde se puedan operar con libertad sin importar la jurisdicción, sí sería necesario que las legislaciones fueran uniformes, o que exista una regulación común. La Unión Europea, que es el conglomerado de países con más experiencia en estos temas, viene trabajando en una regulación comunitaria de ECF y Crowdfunding. Se planea solucionar el problema de las ofertas transfronterizas a través de una autorización común que permita operar en todos los países miembros. Esta autorización sería otorgada por ESMA, una autoridad de la Unión Europea encargada de la salvaguarda y estabilidad de su sistema financiero. A la fecha, ya existe una propuesta normativa concreta al respecto.

4.5.6. Conclusiones

- (a) Las Plataformas de Financiamiento Colectivo deben regularse como una nueva clase de entidad distinta a los agentes de intermediación pues realiza una actividad diferente.
- (b) Las PFC estarán autorizadas por la SMV de manera exclusiva para realizar operaciones de financiamiento colectivo en las modalidades de valores, préstamos, regalías y alícuotas de copropiedad.
- (c) Las PFC no estarán sujetas al cumplimiento de un capital mínimo pues no es una medida idónea para asegurar que puedan enfrentar una potencial responsabilidad hacia los inversionistas. Lo que debe exigirse es únicamente la contratación de un seguro de responsabilidad civil, cuyo monto de cobertura debería variar de acuerdo al volumen de financiamiento manejado por cada PFC.
- (d) Mediante ley se establecerán las actividades permitidas de las PFC, para cuya realización se necesitará de una autorización expedida por la SMV. La SMV queda facultada para incluir actividades permitidas adicionales.
- (e) La única actividad permitida para la cual se necesitará de una autorización adicional a la de funcionamiento general es la de proporcionar una plataforma virtual para la negociación y transferencia de los valores.
- (f) Las PFC deben estar sujetas a determinadas prohibiciones que eviten conflictos de interés que pueden perjudicar a los usuarios y que eviten que realicen actividades típicas de un agente de intermediación.
- (g) La autoridad competente para otorgar la autorización de organización y de funcionamiento será la SMV.
- (h) Los agentes de intermediación podrán realizar directamente actividades de una PFC solicitando una autorización adicional para ello, o podrán constituir subsidiarias que sean PFC.
- (i) Las PFC presentarán a la SMV estados financieros auditados de forma anual acompañados de la respectiva memoria. No se exigirán estados financieros intermedios.
- (j) Serán de aplicación a las PFC las obligaciones establecidas en las Normas sobre Organización de Entidades.

- (k) Las PFC serán sujetos obligados a informar bajo las normas de lavado de activos.
- (l) Las PFC tendrán a su disposición un *Regulatory Sandbox*, es decir, la posibilidad de poner a prueba servicios adicionales a los autorizados en un ambiente controlado por la SMV con la finalidad de obtener una autorización para proporcionar tales servicios al público de manera abierta y permanente. El *Regulatory Sandbox* también puede servir para que la SMV reglamente determinados servicios. Esta herramienta será particularmente importante para el desarrollo de mercados *over the counter* donde se negocien los valores emitidos en Ofertas Públicas Exentas.
- (m) Las PFC y emisores extranjeros no estarán sujetos a las leyes peruanas aunque sus páginas web sean accesibles desde territorio nacional siempre que no realicen esfuerzos de ventas directos dirigidos a domiciliados en el Perú, cumplan con las leyes de su país de origen y recojan una declaración de los domiciliados en el Perú reconociendo que la ley aplicable será la del país de origen de la PFC.

Subcapítulo VI Respuesta jurídica ante el fraude

A pesar de las medidas adoptadas para prevenirlos, siempre existe la posibilidad de que ocurran casos de fraude o perjuicio a los inversionistas. Los posibles escenarios de fraude vienen, fundamentalmente por el lado de los Promotores, y podríamos plantear tres supuestos generales de fraude:

- i. los Promotores se quedan con los fondos recaudados y desaparecen, habiendo sido el proyecto nada más que un engaño para captar fondos del público,
- ii. el proyecto es real pero los Promotores utilizan los fondos para fines distintos a los descritos en los documentos de la oferta, y
- iii. el proyecto es real, el dinero es utilizado para los fines prometidos, sin embargo, los Promotores omitieron información material cuya revelación hubiera causado que los inversionistas no aportaran fondos al proyecto o dieron información falsa que fuera determinante para que los inversionistas destinen fondos al proyecto.

Sin perjuicio de que la casuística puede ser más variada que los tres supuestos mencionados, para fines prácticos, en lo que a fraude concierne, me enfocaré en las posibles respuestas legales que actualmente ofrece el ordenamiento jurídico peruano en términos generales para estos supuestos. Finalmente, se evaluará si la Ley de Crowdfunding podría hacer alguna contribución para mejorar la posición de los inversionistas defraudados.

4.6.1. Herramientas actualmente disponibles en el ordenamiento jurídico peruano

4.6.1.1. Delitos aplicables

El código penal contiene dos tipos penales que pueden ser aplicables a los supuestos de fraude antes señalados. El primero es el delito de estafa, contemplado el artículo 196, cuyo tenor es el siguiente:

Artículo 196°.- El que procura para sí o para otro un provecho ilícito en perjuicio de tercero, induciendo o manteniendo en error al agraviado mediante engaño, astucia,

ardid u otra forma fraudulenta, será reprimido con pena privativa de libertad no menor de uno ni mayor de seis años.

La estafa sería aplicable al primer supuesto en que la Oferta es utilizada para engañar el público y quedarse con sus aportes. En ese caso, todas las personas que estuvieron involucradas en la ejecución del engaño tendrían responsabilidad penal, ya sean o no formalmente funcionarios del emisor. Cabe mencionar que es un agravante de la estafa la afectación a pluralidad de personas, por lo que sería la pena agravada, es decir, de cuatro a ocho años, la aplicable (artículo 196-A del Código Penal).

El segundo es el delito de fraude en la administración de personas jurídicas que se encuentra en el artículo 198 y establece lo siguiente:

Artículo 198°.- Administración fraudulenta

Será reprimido con pena privativa de libertad no menor de uno ni mayor de cuatro años el que ejerciendo funciones de administración o representación de una persona jurídica, realiza, en perjuicio de ella o de terceros, cualquiera de los actos siguientes:

1. Ocultar a los accionistas, socios, asociados, auditor interno, auditor externo, según sea el caso o a terceros interesados, la verdadera situación de la persona jurídica, falseando los balances, reflejando u omitiendo en los mismos beneficios o pérdidas o usando cualquier artificio que suponga aumento o disminución de las partidas contables.

2. Proporcionar datos falsos relativos a la situación de una persona jurídica.

3. Promover, por cualquier medio fraudulento, falsas cotizaciones de acciones, títulos o participaciones.

4. Aceptar, estando prohibido hacerlo, acciones o títulos de la misma persona jurídica como garantía de crédito.

5. Fragar balances para reflejar y distribuir utilidades inexistentes.

6. Omitir comunicar al directorio, consejo de administración, consejo directivo u otro órgano similar o al auditor interno o externo, acerca de la existencia de intereses propios que son incompatibles con los de la persona jurídica.

7. Asumir indebidamente préstamos para la persona jurídica.

8. Usar en provecho propio, o de otro, el patrimonio de la persona jurídica.

Los numerales 2 y 8 podrían ser aplicables en los supuestos de fraude ii) y iii). En el caso del numeral 2, podría calzar en el supuesto en que un emisor hubiera dado información falsa en los documentos de la oferta. Por ejemplo, se dijo que ya se contaba con cierta autorización gubernamental que era necesaria para ejecutar el proyecto cuando ello no era cierto. Y en el caso del numeral 8, puede ser aplicable si los funcionarios del emisor destinan los fondos recaudados para su propio provecho o de otro, en vez de usarlo con la finalidad descrita en la oferta.

Ahora bien, la pena privativa de libertad para los responsables del fraude no es la solución que les interesa a los inversionistas. Éstos quieren su dinero de vuelta. Para ello, existe la posibilidad de que se determine conjuntamente con la pena una reparación civil. De acuerdo al artículo 93 del código penal, la reparación civil comprende tanto la restitución del bien o pago de su valor, como la indemnización por daños y perjuicios. En ese sentido, teóricamente, sí es posible que, por la vía penal se logre la devolución de todo o parte de los fondos aportados.

4.6.1.2. Procedimientos sancionadores ante la SMV

El derecho administrativo nos da la herramienta del procedimiento sancionador ante la SMV. Las infracciones en materia de mercado de valores están establecidas en el Reglamento de Sanciones. Este reglamento alcanza a “(...) *las personas naturales y jurídicas que realicen actividades autorizadas por la SMV, así como cualquier otra persona natural o jurídica que deba cumplir las normas bajo competencia de esta Superintendencia*”. Bajo este fraseo, quedarían comprendidas también los emisores que han levantado fondos mediante una Oferta Pública Exenta en la medida que deben cumplir normas emitidas por la SMV. Adicionalmente, el reglamento utiliza la palabra “Participantes” la misma que está definida genéricamente como “*personas naturales o jurídicas que directa o indirectamente participan en el mercado de valores, en el mercado de productos y en la administración del sistema de fondos colectivos*”.

Si se aprobara la Ley de Crowdfunding, tanto los emisores, Promotores como las PFC, entrarían dentro del alcance del Reglamento de Sanciones, específicamente les serían de aplicación las infracciones generales y las sanciones que a éstas corresponden. Aunque muchas infracciones generales (contenidas en el anexo I del reglamento) no se

ajustan a estos nuevos participantes, sí hay algunas que serían aplicables en los supuestos de fraude descritos al inicio:

“Son infracciones comunes a los Participantes en el mercado de valores y en el mercado de productos, según corresponda:

Muy graves: (...)

1.4 Presentar a CONASEV, a la Bolsa, a la Bolsa de Productos, a la entidad encargada del Mecanismo Centralizado, al inversionista y en general a cualquier otro sujeto del mercado de valores o de productos, información inexacta, falsa o tendenciosa; o divulgar dicha información en el mercado. Se incluye la presentación o difusión de documentos cuya traducción no corresponde al sentido correcto de lo expresado en el original.(...)

1.7 Realizar transacciones o inducir a la compra o venta de valores o instrumentos financieros por medio de cualquier acto, práctica o mecanismo engañoso o fraudulento.”

La infracción 1.4 aplicaría al supuesto iii) de fraude, y si se interpreta de manera amplia quizás la infracción 1.7 podría aplicarse en el supuesto i). Al ser infracciones aplicables a los “Participantes” en general, se entiende que podrían alcanzar, además del emisor, a sus funcionarios y directores.

Asimismo, la facultad de la SMV va más allá de la imposición de sanciones. De acuerdo al artículo 3, numeral 9, de su Ley Orgánica (Decreto Ley 26126)³⁴, la SMV es capaz de otorgar medidas correctivas, como podría ser la devolución del dinero a los inversionistas, o en general, la subsanación por parte de las PFC del acto que generó la infracción correspondiente. Esta capacidad también la reconoce el artículo 358 de la Ley del Mercado de Valores al establecer que “*CONASEV se encuentra facultada para dictar medidas cautelares, provisionales y correctivas respecto de las personas*

³⁴ Artículo 3: Son atribuciones o facultades del Superintendente del Mercado de Valores las siguientes: (...) 9. Imponer sanciones a quienes contravengan las normas bajo su competencia.

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) podrá dictar las medidas cautelares o correctivas de oficio o a petición de parte, así como abstenerse de iniciar un procedimiento sancionador en el caso de infracciones leves si, al momento de detectar la infracción, esta ha sido revertida o subsanada, siempre que se cumplan las condiciones de procedencia establecidas en el correspondiente reglamento y se comunique dicho hecho al administrado, o si hubiesen sido cumplidas las medidas correctivas dictadas por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) en aplicación del artículo 358 del Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores.

naturales o jurídicas bajo su competencia, con prescindencia de si se hubiere iniciado o no un procedimiento sancionador.”

En consecuencia, desde el punto de vista del derecho administrativo, la SMV tiene competencias para sancionar las conductas fraudulentas de los Promotores y además de dictar las medidas correctivas que correspondan en favor de los inversionistas para deshacer el perjuicio causado.

4.6.1.3. Acciones civiles

(a) Anulación de acto jurídico

Con la finalidad de obtener su inversión de regreso la acción más idónea para un caso de fraude sería la acción de anulación de acto jurídico. Al ser declarada la invalidez del acto jurídico celebrado entre el emisor y el inversionista, la consecuencia principal es la restitución de las prestaciones ejecutadas, en otras palabras, al inversionista se le regresa su aporte.

Las causales de anulabilidad están listadas en el artículo 221 del código civil, e incluyen las siguientes:

“Art. 221 Causales de Anulabilidad

- 1. Por incapacidad relativa del agente.*
- 2. Por vicio resultante de error, dolo, violencia o intimidación.*
- 3. Por simulación, cuando el acto real que lo contiene perjudica el derecho de tercero.*
- 4. Cuando la ley lo declara anulable.”*

La causal del numeral 2 puede ser aplicable a cualquiera de los supuestos de fraude que se plantearon al inicio, concretamente, alegando que existió un vicio resultante del dolo por parte del emisor. Ya sea que el proyecto del emisor hubiera sido falso, los fondos hubieran sido utilizados para fines distintos a los prometidos, o se hubiera difundido información falsa u omitido información material, se configura un vicio de la voluntad en los términos del artículo 210 del código civil, al existir un engaño de tal magnitud que de no haber sido por éste, la parte afectada, es decir, el inversionista, no hubiera celebrado el acto jurídico.

“Art. 210 Dolo Causante

El dolo es causa de anulación del acto jurídico cuando el engaño usado por una de las partes haya sido tal que sin él la otra parte no hubiera celebrado el acto.

Cuando el engaño sea empleado por un tercero, el acto es anulable si fue conocido por la parte que obtuvo beneficio de él.”

(b) Indemnización por daños y perjuicios

Conjuntamente con la acción de anulación de acto jurídico o en caso no tenga los fundamentos para justificar adecuadamente tal acción, un inversionista puede solicitar una indemnización por daños y perjuicios. La demanda podría dirigirse, sujeto a las condiciones particulares de cada caso, tanto a las personas naturales responsables de la oferta y por lo tanto también del el fraude que causó el daño, como al emisor persona jurídica; recordemos que de acuerdo a esta propuesta (ver numeral 4.1.3.), la Ley de Crowdfunding atribuiría responsabilidad por la Oferta, además de sobre el emisor, sobre aquellas personas que se identifiquen como responsables y firmen el Formulario de Oferta. Esta responsabilidad sería solidaria.

Cabe resaltar que la demanda debería demostrar que se ha causado un daño directo al inversionista y no un daño directo al emisor, e indirecto al inversionista, pues en este último caso lo que procedería es la acción social de responsabilidad establecida en el artículo 181 de la Ley General de Sociedades. Esta clase de acción tiene requisitos adicionales para ser interpuesta y además la indemnización se otorga a favor de la sociedad y no de sus accionistas³⁵.

³⁵ Artículo 181. Pretensión social de responsabilidad

La pretensión social de responsabilidad contra cualquier director se promueve en virtud de acuerdo de la junta general, aun cuando la sociedad esté en liquidación. El acuerdo puede ser adoptado aunque no haya sido materia de la convocatoria. Los accionistas que representan por lo menos un tercio del capital social pueden ejercer directamente la pretensión social de responsabilidad contra los directores, siempre que se satisfaga los requisitos siguientes:

1. Que la demanda comprenda las responsabilidades a favor de la sociedad y no el interés particular de los demandantes;
2. Que, en su caso, los actores no hayan aprobado la resolución tomada por la junta general sobre no haber lugar a proceder contra los directores.

Cualquier accionista puede entablar directamente pretensión social de responsabilidad contra los directores, si transcurridos tres meses desde que la junta general resolvió la iniciación de la pretensión no se hubiese interpuesto la demanda. Es aplicable a este caso lo dispuesto en los apartados 1 y 2 de este

Asimismo, esta demanda eventualmente podría incluir a la plataforma de financiamiento colectivo si es que se puede demostrar que su negligencia contribuyó a que se produzca el daño, o que existió dolo para cometer el fraude conjuntamente con un emisor. Resalto que tal responsabilidad no derivaría de alguna clase de responsabilidad solidaria con los Promotores establecida por una ley, sino por haber generado un daño directamente.

4.6.2. ¿Qué puede aportar la Ley de Crowdfunding?

Por el lado del derecho penal, creo que debe descartarse la necesidad de crear un delito especial pues, al ya existir tipos penales que podrían ser aplicados como lo son la estafa y el fraude en la administración de personas jurídicas, no acarrearía ningún beneficio adicional. Quizás la única diferencia que se podría lograr con la creación de un delito especial sería la posibilidad de establecer un rango de pena mayor, sin embargo, creo que los rangos de pena de la estafa simple y del fraude en la administración de personas jurídicas, ambos de 1 a 4 años, y de la estafa agravada, 4 a 8 años, son razonables.

Por el lado de las acciones judiciales de naturaleza civil, tampoco creo que haya algo adicional que la normativa especial que regule el ECF pueda aportar. Sí creo que hay un problema práctico difícil de resolver si se quiere efectivamente demandar a un emisor y/o sus funcionarios para alguna clase de acto fraudulento pues, al ser, en principio, el aporte de cada inversionista de bajo monto, a ninguno le resulta rentable iniciar acciones judiciales. Ante esta situación, se vuelve necesario que los inversionistas se organicen y demanden conjuntamente. Actualmente, las figuras procesales que podrían contribuir a lograr esto son la acumulación y la representación judicial.

No obstante, no hay regulación que esté particularmente pensada para facilitar esta clase de acciones masivas, como sí lo tienen otros países como Estados Unidos, Canadá, Holanda, etc. Estos países tienen la figura del '*class action*' anglosajón, donde existen procedimientos de certificación de "clases" que no requieren de la participación de todos los afectados. Y cuando la clase es aprobada por el juez, todos aquellos que cumplan los requisitos para ser miembros de la clase quedan automáticamente

artículo. Los bienes que se obtengan en virtud de la demanda entablada por los accionistas son percibidos por la sociedad, y los accionistas tienen derecho a que se les reembolse los gastos del proceso. Los acreedores de la sociedad sólo pueden dirigirse contra los directores cuando su pretensión tienda a reconstituir el patrimonio neto, no haya sido ejercitada por la sociedad o sus accionistas y, además, se trate de acto que amenace gravemente la garantía de los créditos.

incluidos, debiendo manifestar expresamente su deseo de ser excluidos en caso quisieran interponer una demanda individual. Esta clase de reglas facilitan llevar a cabo demandas. De todas maneras, me parece evidente que la Ley de Crowdfunding no es el instrumento mediante el cual debería regularse la creación de reglas para demandas colectivas pues, pese a ser particularmente útil para casos vinculados al mercado de valores, es una figura de alcance general y no un tema exclusivo del mercado de valores.

Descartados la introducción de figuras adicionales en el ámbito penal como civil, queda el ámbito del derecho administrativo. Al respecto, sí considero que la Ley de Crowdfunding debería ordenar a la SMV que modifique el reglamento de sanciones para añadir un anexo adicional con sanciones particulares para las PFC, emisores y sus funcionarios. La finalidad de esto es que exista un elemento disuasorio del incumplimiento de estas normas y que la aplicación de sanciones y medidas correctivas sea más fácil para el regulador al haber infracciones específicas para esas conductas.

En línea con lo anterior, a continuación, presento un listado de las infracciones que considero deberían ser incluidas, divididas en infracciones muy graves, graves y leves, y subdivididas según se trate de la plataforma o de los emisores y sus funcionarios. Estas infracciones no se limitan a aquellas relacionadas directamente con supuestos de fraude, sino que aprovecho esta sección para incluir conductas de menor gravedad pero que podrían perjudicar a los inversionistas en general o al funcionamiento del mercado:

Infracciones Muy Graves

I. Plataformas de financiamiento colectivo

- (a) La publicación reiterada de ofertas que no cumplen las condiciones y requisitos establecidos en la normativa.
- (b) La realización de actividades expresamente prohibidas por la normativa.
- (c) La prestación de servicios propios de las PFC sin disponer de la autorización respectiva.
- (d) La obtención de la autorización como plataforma de financiamiento colectivo por medio de declaraciones falsas o por otro medio irregular.
- (e) La negativa o resistencia a la actuación supervisora o inspectora de la Superintendencia del Mercado de Valores.
- (f) Recibir directamente fondos del público.

- (g) Realizar declaraciones falsas que induzcan a error a los inversionistas.
- (h) No devolver los fondos de los inversionistas en relación a ofertas que no lleguen a su meta de recaudación.

II. Emisores incluyendo sus directores y gerentes

- (a) La publicación mediante cualquier medio de información falsa o engañosa que induzca a error al inversionista, así como la omisión de información material capaz de influir en la decisión de inversión de un inversionista.
- (b) La utilización de los fondos recaudados para fines distintos a los establecidos en los documentos de la oferta.
- (c) La utilización del cargo para, por cualquier otro medio y con perjuicio del interés social o de accionistas particulares, obtener ventajas indebidas para sí o para personas con las que tengan vinculación.

Infracciones Graves

I. Plataformas de financiamiento colectivo

- (a) La falta de remisión a la Superintendencia del Mercado de Valores de la información anual exigida por la normativa.
- (b) No contar con las políticas exigidas por la normativa.
- (c) El incumplimiento reiterado del deber de tomar medidas razonables para garantizar el cumplimiento de los límites de inversión aplicables a los inversionistas no acreditados.
- (d) El incumplimiento reiterado de las obligaciones informativas para con los inversionistas, incluyendo la obtención de los consentimientos exigidos por la normativa.
- (e) El incumplimiento reiterado del deber de aplicar procedimientos que permitan verificar con un razonable grado de certeza la identidad de los Promotores.
- (f) Invertir en las ofertas publicadas en su plataforma sin revelar tal hecho al público. En caso la inversión sea realizada por un funcionario o accionista de la PFC, la sanción recaerá personalmente sobre dicha persona.

- (g) No devolución de inversiones canceladas dentro del plazo permitido por la normativa o establecido por la propia PFC.

II. Emisores, incluyendo sus directores y gerentes

- (a) La omisión en los documentos de la oferta de la información de obligatoria revelación, incluyendo las leyendas obligatorias en el Formulario de Oferta.
- (b) La realización de una oferta pública sin haber presentado previamente a la Superintendencia del Mercado de Valores el Formulario de Oferta.
- (c) La falta de remisión a la SMV y sus accionistas de la información exigida por la normativa.

Infracciones leves

I. Plataformas de financiamiento colectivo

- (a) No indicar en la plataforma si se realiza o no un proceso de debida diligencia a los Promotores y, en caso se indique que sí se realiza, no incluir una descripción sobre el alcance de dicho proceso.
- (b) No implementar mecanismos para notificar a los inversionistas sobre cambios en la fecha de cierre de las ofertas.
- (c) No notificar a los inversionistas y a la SMV sobre la conclusión exitosa o fallida de las ofertas de acuerdo a lo estipulado en la normativa.

II. Emisores, incluyendo sus directores y gerentes

- (a) La remisión tardía a la SMV y a los accionistas de la información exigida por la normativa. Se entenderá que es tardía la remisión realizada hasta dentro de 2 meses de vencido el plazo máximo establecido en la normativa.

Sin perjuicio de que el listado anterior sobre infracciones leves podría quedarse corto, la idea es que constituyan infracciones leves todas aquellas infracciones de la normativa aplicable que sea de obligada observancia que no constituyan infracción grave o muy grave conforme a lo dispuesto en los apartados anteriores.

Finalmente, considero que debería reducirse los montos de las multas aplicables a estas infracciones. Esto se debe a que las multas aplicables actualmente según el reglamento de sanciones serían excesivas dadas las dimensiones de los participantes en actividades de ECF. Si aplicáramos las multas actuales, los montos mínimos serían 25 UIT y 50 UIT para infracciones graves y muy graves respectivamente, es decir, teniendo en cuenta que el valor de la UIT es de S/ 4,150.00 para el año 2018, S/ 103,750.00 y S/ 207,500.00. Creo que serían razonables rebajar los límites mínimos para darle un mayor margen a la SMV para imponer sanciones razonables. En ese sentido, creo los siguientes montos para aplicar sanciones serían más razonables: (i) para infracciones leves de 1 a 10 UIT, (ii) para infracciones graves de 10 a 15 UIT y (iii) para infracciones muy graves de 15 a 50 UIT.

4.6.3. Conclusiones

- (a) En casos de fraude, en el ámbito administrativo, existen sanciones generales en materia de mercado de valores que pueden ser aplicadas. No obstante, con la finalidad de facilitar la labor de la SMV y otorgar una mejor protección, es recomendable crear infracciones especiales. Estas infracciones, además de cumplir un rol disuasorio, permitirá que la SMV, en el marco de un procedimiento sancionador, pueda actuar para emitir medidas correctivas en favor de los inversionistas perjudicados.
- (b) También existen remedios disponibles para los inversionistas defraudados y/o perjudicados en los ámbitos penal y civil. En el ámbito penal, ya existen delitos que son aplicables a estos casos tales como la estafa y el fraude en la administración de personas jurídicas. En el ámbito civil existe la anulación de acto jurídico y la acción de indemnización de daños y perjuicios. Si bien los remedios existentes en el ámbito penal y civil puede perfeccionarse, la Ley de Crowdfunding no es el lugar para introducir innovaciones al respecto.

CAPÍTULO V: PONIENDO A PRUEBA EL DERECHO SOCIETARIO PERUANO

Desde el punto de vista de los Promotores, un gran desincentivo para levantar fondos vía ECF es el manejo de los temas societarios. Incluir y tratar con cientos de nuevos accionistas no es tarea fácil e implica costos. Desde luego, la calidad de la legislación societaria influye bastante en qué tan costoso y difícil esta tarea será. Los Promotores requieren una legislación moderna, que responda a sus necesidades en vez de imponer obstáculos injustificados. Las normas societarias deben permitirles implementar mecanismos eficientes para, entre otros, administrar la sociedad en el día a día, tomar decisiones a nivel de la gerencia y directorios, emitir acciones y manejar la matrícula respectiva, convocar y votar en juntas generales de accionistas, entre otros.

Este capítulo evalúa el tratamiento que la legislación societaria peruana vigente provee respecto a diversos temas relevantes para los Promotores con la finalidad de identificar obstáculos y problemas. Asimismo, propone, de ser necesario, ajustes para facilitar el manejo de las sociedades y, en consecuencia, que los Promotores no se vean desincentivados a utilizar el ECF como mecanismo de financiamiento.

5.1. Tipos societarios disponibles

5.1.1. ¿Qué tipo societario sería el aplicable a los emisores de una Oferta Pública Exenta?

El primer aspecto a dilucidar es en qué tipo de sociedad podrían potencialmente encajar las sociedades emisoras. La LGS nos proporciona una respuesta contundente a esta interrogante pues el artículo 249 indica lo siguiente:

Artículo 249. Definición

La sociedad anónima es abierta cuando se cumpla uno a más de las siguientes condiciones:

- 1. **Ha hecho oferta pública primaria de acciones u obligaciones convertibles en acciones;***
- 2. Tiene más de setecientos cincuenta accionistas;*
- 3. Más del treinta y cinco por ciento de su capital pertenece a ciento setenticinco o más accionistas, sin considerar dentro de este número aquellos accionistas cuya tenencia accionaria individual no alcance al dos por mil del capital o exceda del cinco por ciento del capital;*

4. *Se constituya como tal; o,*

5. *Todos los accionistas con derecho a voto aprueban por unanimidad la adaptación a dicho régimen.*

El numeral 1 claramente establece que por el solo hecho de hacer una oferta pública primaria de acciones, una sociedad debe adoptar la forma de sociedad anónima abierta o S.A.A. A la LGS parece no importarles cuántas personas suscriban las acciones ofertadas. Tras la oferta, la sociedad podría estar por debajo de los umbrales descritos en los numerales 2 y 3, y aun así estaría obligada a ser una sociedad anónima abierta.

Como se propuso en el Capítulo IV, la Oferta se encuentra exenta de registro ante la SMV. Pese a estar exenta de registro, sigue siendo una oferta pública y, por lo tanto, es aplicable al emisor el numeral 1 del artículo 249, quedando obligado a adoptar la forma societaria de una S.A.A.

5.1.2. ¿Existen normas especiales aplicables a las S.A.A. que puedan considerarse un obstáculo para los emisores?

Partiendo de la premisa de que los emisores deberán tomar la forma de una S.A.A., es necesario analizar sus disposiciones especiales e identificar obstáculos.

El primer problema que se puede observar es que el tratamiento que la LGS otorga a la sociedad anónima abierta la entrelaza inevitablemente con el RPMV y la supervisión de la SMV. Tal es así que el artículo 252 de la LGS obliga a las sociedades anónimas abiertas a inscribir todas sus acciones en el RPMV, con todas las consecuencias regulatorias que ello implica, y el artículo 253 establece que la SMV controla y supervisa a la sociedad anónima abierta. Claramente la regulación de la sociedad anónima abierta está diseñada teniendo en mente a grandes empresas que pueden afrontar la carga regulatoria. Obviamente no se pensó que Mypes y Startups podrían utilizar la oferta pública como mecanismo de financiamiento y tendrían que adoptar esta forma societaria. Las ‘pequeñas’ sociedades anónimas abiertas, son un fenómeno que la LGS no tenía previsto.

El segundo problema que se observa, y que también está relacionado a la premisa de que las sociedades anónimas abiertas son grandes empresas, es que el artículo 260 exige que cuenten con una auditoría externa anual a cargo de auditores hábiles e inscritos en el Registro Único de Sociedades de Auditoría. Esta obligación replica lo que la regulación de mercado de valores ya exige y también entra en

contradicción con la propuesta que se hizo en el Capítulo IV, donde la obligación se simplificaba al envío de los estados financieros anuales sin auditar a la SMV.

Las normas especiales de la sociedad anónima abierta contemplan una serie de artículos destinados a la protección de los accionistas minoritarios, me refiero a los artículos 262-A, 262-B, 262-F, y 262-H. En síntesis, estos artículos regulan un procedimiento para garantizar que los accionistas reciban sus acciones y dividendos, pudiendo incluso entablar un reclamo ante la SMV. Lo que el emisor debe hacer es difundir dentro de 60 días de realizada la Junta Obligatoria Anual, entre otros, el número total de acciones no reclamadas, monto de dividendos no cobrados, el lugar donde se encuentran los listados con información detallada, y el listado de accionistas que no han reclamado acciones o dividendos. Esta difusión debe hacerse a través de la página web del emisor y del portal de la SMV. También se regula cómo un accionista debe proceder para solicitar la entrega de sus acciones o dividendos y le otorga al emisor 30 días para pronunciarse. En caso no se pronuncie o rechace la solicitud, el accionista puede entablar un reclamo ante la SMV.

Considero saludable que exista un procedimiento para que los accionista puedan reclamar ante la SMV, principalmente, la entrega de dividendos cuando les corresponda. Asimismo, la difusión de la información exigida de acuerdo al artículo 262-A se realiza virtualmente por lo que los costos son mínimos. Por estos motivos no creo que la aplicación de los artículos antes mencionados pueda considerarse un obstáculo relevante.

La idoneidad de las normas relativas al control y administración de la sociedad será evaluada más adelante. De manera que, en principio, la sociedad anónima abierta presentaría únicamente los dos obstáculos antes descritos.

Finalmente, quiero resaltar que existe una regla especial de la sociedad anónima abierta que, lejos de ser un obstáculo, puede resultar muy favorable para los Promotores. Se trata del artículo 259³⁶, que permite eliminar el derecho de suscripción

³⁶ Artículo 259.- En el aumento de capital por nuevos aportes a la sociedad anónima abierta se podrá establecer que los accionistas no tienen derecho preferente para suscribir las acciones que se creen siempre que se cumplan los siguientes requisitos:

1. Que el acuerdo haya sido adoptado en la forma y con el quórum que corresponda, conforme a lo establecido en el artículo 257 y que además cuente con el voto de no menos del cuarenta por ciento de las acciones suscritas con derecho de voto; y,

preferente, evitando así tener que realizar ruedas de suscripción preferente que demoren un aumento de capital. Esto puede ser útil para simplificar el proceso de entrada de un nuevo accionista estratégico a la sociedad.

5.1.3. Modificaciones legislativas necesarias

En primer lugar, considero inadmisibles la aplicación del numeral 1 del artículo 249. ¿Tiene sentido que el solo hecho de realizar una oferta pública, sin importar el resultado de la misma, obligue a un emisor a adoptar determinada forma societaria? Considero que no, pues precisamente del resultado de la oferta depende si existe o no justificación o conveniencia para la aplicación de las reglas de la sociedad anónima abierta. Pareciera que el numeral 1 presupone que al hacer una oferta pública se sobrepasarán los umbrales de los numerales 2 y 3. Estos últimos sí tienen sentido pues es justamente la tenencia de un accionariado difundido el factor que justifica un tratamiento diferenciado. Es más, ante la existencia de los numerales 2 y 3 que ya fijan los umbrales, ¿por qué es necesario el numeral 1? Ante esta situación, considero que la Ley de Crowdfunding debería incluir una disposición que derogue ese numeral.

Al derogarse el numeral 1 del artículo 249, los emisores tienen la posibilidad de adoptar no solo la forma societaria de una sociedad anónima abierta, sino que tendrían libertad para adoptar la forma de una sociedad anónima ordinaria siempre que se mantengan por debajo de los umbrales dispuestos en los numerales 2 y 3.

En segundo lugar, para los casos en que los emisores, ya sea de manera voluntaria o por caer en alguno de los supuestos del artículo 249, sean sociedades anónimas abiertas, es necesario evaluar si algún cambio es necesario a las normas especiales que rigen esta clase de sociedades. Como se ha descrito en la sección 5.1.2 anterior, las normas problemáticas que se han hallado son las que obligan a estas sociedades a inscribir sus acciones en el RPMV (art. 252) y a contar con una auditoría anual externa (art. 260). Estas normas deberían ser inaplicadas en los casos de emisores que hayan realizado una Oferta Pública Exenta.

Sin perjuicio de la protección que la Ley de Crowdfunding puede ofrecer de manera expresa, considero que una reforma de la LGS debería revisar la regulación de

2. Que el aumento no esté destinado, directa o indirectamente, a mejorar la posición accionaria de alguno de los accionistas.

Excepcionalmente, se podrá adoptar el acuerdo con un número de votos menor al indicado en el inciso 1. anterior, siempre que las acciones a crearse vayan a ser objeto de oferta pública.

la S.A.A. y deslindarla de la obligatoriedad del registro de sus valores en el RPMV y, en general, de todas las normas que implícitamente presuponen tal inscripción.

Por lo demás, la sociedad anónima abierta tiene artículos ventajosos y que creo que la hacen una buena herramienta, y hasta una mejor opción que la sociedad anónima ordinaria. Por ejemplo, está la regla favorable del artículo 259 mencionado anteriormente y que los demás tipos societarios no tienen. A esto habrá que sumar las ventajas derivadas de menores quórum y mayorías que se describirán en el numeral 5.4. de este capítulo. Pese a que, en abstracto, parecería que la sociedad anónima abierta es la mejor opción, considero importante otorgar libertad a los Promotores de elegir la forma societaria que se ajuste mejor a su situación particular.

Finalmente, los artículos relativos al procedimiento de protección del accionista minoritario, como se mencionó anteriormente, no representan un obstáculo por lo que no es necesario que la Ley de Crowdfunding haga alguna precisión al respecto.

5.2. Control y administración de la sociedad

Para los Promotores, una desventaja del ECF es que deben ceder cierto porcentaje de participación sobre la compañía. Su participación accionaria podría verse diluida incluso hasta menos de la mitad del total, con lo cual estarían perdiendo el control de la compañía que ellos mismos han fundado. El objetivo de esta sección es identificar qué herramientas legales tienen los Promotores para minimizar el impacto de la entrada de nuevos accionistas en el control y administración de su compañía.

La primera herramienta a disposición de los Promotores consiste en la posibilidad de emitir acciones con prima de capital³⁷. Esto significa que las acciones no necesariamente deben ser emitidas a un precio igual a su valor nominal, sino que el precio ofrecido puede ser superior, lo que también se llama ‘sobre la par’. Entonces, suponiendo que una sociedad tenga actualmente un capital social de S/. 50,000 pero necesita un financiamiento de S/ 100,000.00, no necesariamente debe emitir 100,000 acciones de valor nominal S/1.00 para cubrir ese monto. De proceder así el capital social aumentaría a S/150,000.00 y los Promotores pasarían a tener el 33.33% de participación. Para no perder control sobre la sociedad, los Promotores deberían fijar un precio con prima. Por ejemplo, podrían ceder solamente el 45% de la compañía,

³⁷ Según el artículo 85 de la LGS: “(...) La suma que se obtenga en la colocación de acciones sobre su valor nominal es una prima de capital” (...).”

emitiendo 40,896 acciones de un valor nominal de S/1.00 pero a un precio aproximado por acción de S/ 2.445. Desde luego, el uso de la prima no es arbitrario y el precio determinado debe obedecer a una valorización de la compañía.

Si pese a la aplicación de una prima de capital, los Promotores pierden el control sobre la sociedad, la otra herramienta disponible es el estatuto social. Un estatuto podría reducir el papel de la junta general de accionistas a su mínima expresión y empoderar al directorio y a la gerencia. De esta manera, se reduce la preocupación de los Promotores por interferencias de sus accionistas en el manejo de la sociedad. Sin embargo, sí hay asuntos que son de exclusiva competencia de la junta general de accionistas, y se encuentran listados en los artículos 114 y 115 de la LGS: (i) aprobación de los estados financieros del ejercicio, (ii) aplicación de utilidades, (iii) elección del directorio y determinación de su retribución, (iv) designación o delegación al directorio para la designación de auditores externos, (v) remoción de los miembros del directorio y designación de sus reemplazantes, (vi) modificación del estatuto, (vii) aumentos y reducciones de capital, (viii) emisión de obligaciones, (ix) enajenación en un solo acto de activos cuyo valor contable exceda del 50% del capital de la sociedad, (x) disposición de investigaciones y auditorías especiales, y (xi) acuerdo de la transformación, fusión, escisión, reorganización, disolución y liquidación de la sociedad.

La mayoría de atribuciones exclusivas de la junta no afectan las operaciones del día a día de la sociedad por lo que el estatuto social podría reducir la competencia de la junta general de accionistas a esos actos y dejar todo lo demás a la competencia del directorio y de la gerencia. Por ejemplo, todo lo que esté relacionado al tema de otorgamiento de poderes y que es fundamental para las operaciones, puede ser aprobado por el directorio, sin pasar por la junta. Si se maneja adecuadamente y con anticipación, la sociedad puede funcionar perfectamente bien solamente con una junta general de accionistas al año, que debería coincidir con la junta obligatoria anual de accionistas que se realiza dentro de los tres primeros meses del ejercicio. Excepcionalmente podría convocarse a otra sesión durante el año.

Ahora bien, aunque los Promotores pueden mantener el control sobre las operaciones diarias de la compañía, siguen teniendo una desventaja en la toma de decisiones importantes como podría ser un potencial aumento de capital, modificación estatutaria, elección del directorio u otro asunto de competencia exclusiva de la junta

general de accionistas. En realidad, no creo que sea un gran problema manejar la junta de accionista en la práctica pues, al estar el accionariado difundido, es probable que muchos accionistas ni siquiera asistan a las juntas, permitiendo que los Promotores tomen decisiones por mayoría pese a no tener control estrictamente hablando. En el peor de los casos, es posible que los Promotores consigan poderes de otros accionistas para representarlos en la junta y llegar a la mayoría que necesiten. Aun así, vale preguntarse si existe alguna manera de maximizar la influencia de los Promotores en la junta general de accionistas pese a carecer de una participación mayoritaria.

En casos así, una solución común es establecer supermayorías para ciertos acuerdos que se consideran de vital importancia. Estas supermayorías producen que cierto accionista o grupo de ellos tengan una especie de derecho de veto, pues sin su aprobación la supermayoría no podría ser alcanzada. Por ejemplo, se podría establecer que para aumentar el capital o remover al directorio se requiere de una mayoría calificada de 80%, y esa mayoría solamente se puede alcanzar si los Promotores, que son propietarios, digamos, del 25% votan a favor. El problema con esta clase de medidas es que, si bien servirían para proteger a los Promotores de que se les impongan ciertas decisiones que les sean desfavorables, al mismo tiempo se convierten en un obstáculo cuando los Promotores quieran aprobar la decisión que requiere de supermayoría debido a la dificultad de convocar a un accionariado difundido a participar o conseguir poderes para representarlos en la junta. Se convierte, por llamarlo de alguna manera, en un arma de doble filo. Cabe mencionar que, estas medidas no pueden ser aplicadas en una sociedad anónima abierta pero sí en una ordinaria. Para el caso de las primeras, la LGS fija límites máximos de quórum y de mayorías que no pueden ser contradichos por estatutos o convenios de accionistas.

Otra opción que nos da la LGS es la creación de clases de acciones. En teoría, una sociedad podría crear dos clases de acciones, una de las cuales estarían en poder de los Promotores, llamadas para fines del ejemplo acciones clase "A", y otras en poder del público en general, que serían clase "B". La LGS permite, de acuerdo al artículo 153, pactar que determinada clase de acciones tenga derecho a elegir determinado número de directores. De manera que es posible establecer que las acciones clase A nombren a la mayoría del directorio. Esto, sumado al hecho de que es facultad del directorio nombrar al gerente general, permite que los Promotores mantengan el control sobre la administración. Como se puede apreciar, crear clases de acciones permite

atacar uno de los principales riesgos para los Promotores, pues, si bien los accionistas no intervienen en el día a día de la compañía, sí podrían nombrar a una persona para que lo haga, incluso contra la voluntad de los Promotores.

La creación de clases de acciones implica que en ciertos casos se deban realizar juntas especiales de accionistas de cada clase. No se puede establecer de manera arbitraria qué decisiones deben ser aprobadas por las juntas especiales correspondientes a cada clase de acción, con lo cual no es una herramienta muy flexible para mantener control. Sin embargo, la LGS sí establece que la existencia de clases de acciones obliga a que los acuerdos que afecten derechos particulares de una clase sean aprobados en una sesión especial contando solo con la participación de los accionistas de la clase afectada (artículo 132). Un acuerdo que afectaría derechos particulares de las clases de acciones es, por ejemplo, un aumento de capital pues puede generar que la participación de los accionistas se diluya. Entonces, basándonos en el caso anterior, para aumentar el capital, la decisión deberá ser aprobada por los Promotores en una junta especial de accionistas clase A y en una junta especial de accionistas clase B. Esto protege a los Promotores de que se les imponga un aumento de capital.

Cabe mencionar que existe, en la legislación comparada, otra manera de emplear las clases de acciones para mantener control, aunque ésta sí contradice expresamente la LGS, por lo que necesitaría de una modificación legislativa. Me refiero a la creación de acciones con mayor poder de voto que otras. Esto es algo que es posible, por ejemplo, en Estados Unidos. Cuando Google se volvió pública, dividió sus acciones en dos clases. Una clase fue mantenida por sus fundadores y altos ejecutivos, y otorgaban 10 votos por acción, mientras que las que se vendieron al público otorgaban un voto por acción (McClure, s.f.). Algo así contradice el artículo 82 de la LGS que establece, al definir la acción, que cada una da derecho a un voto.

La medida con la que no hay pérdida, en cuanto a mantenimiento de control se refiere, es la emisión de una clase de acciones sin derecho a voto. Esto lo permite el artículo 94 de la LGS. La conveniencia de emitir esta clase de acciones depende de cada caso concreto. Desde el punto de vista del inversionista, adquirir acciones sin derecho a voto puede no ser tan atractivo si tiene la expectativa de vender la acción en una potencial toma de control por un tercero. Por otro lado, si se trata de una compañía donde lo atractivo es su capacidad de repartir dividendos, entonces sí podría resultar atractivo la adquisición de esta clase de acciones, que además otorga un dividendo

preferencial. Como sea, esta es una alternativa más que el derecho societario peruano contempla y que puede ser útil para los Promotores.

En conclusión, el régimen societario actual permite que los Promotores redacten un estatuto de tal manera que puedan administrar la sociedad en el día a día sin una intromisión de sus accionistas que les resulte perjudicial. Además, proporciona una serie de herramientas que permite reducir la dilución de los Promotores como es la posibilidad de emitir acciones sobre la par, o que permiten mantener el control como lo es la emisión de acciones sin derecho a voto o creación de clases de acciones. En consecuencia no encuentro problemas relevantes para los Promotores en la legislación societaria en lo que respecta a la administración y control de la sociedad emisora y, por lo tanto, no creo necesario realizar algún cambio legislativo en ese sentido.

5.3. Representación de las acciones y manejo de la matrícula de acciones

5.3.1. Tratamiento actual y problemática

De acuerdo a la legislación nacional, específicamente el artículo 100 de la LGS, las acciones se pueden representar de dos maneras: por certificados o por anotaciones en cuenta. Los certificados suelen ser representaciones físicas, mientras que la anotación en cuenta es una forma desmaterializada de representar la acción por medio de un registro contable y solamente es posible cuando se hace a través de una Institución de Compensación y Liquidación de Valores (ICLV). Esta forma de representación está pensada para las sociedades que cotizan en bolsa y no para que empresas del ámbito privado la utilicen.

Además de estar representada en una de las dos formas antes mencionadas, la propiedad de la acción se registra en el libro de matrícula de acciones de la sociedad emisora, y es la persona que aparezca allí como propietario a quien la sociedad reputará como propietario. Cabe precisar que, cuando la acción está representada por anotación en cuenta, de acuerdo al artículo 215 de la LMV, se reputa titular legítimo a quien aparezca como tal en el registro electrónico de la ICLV prevaleciendo incluso sobre la matrícula de acciones que la sociedad podría llevar en paralelo.

En lo que concierne a su forma de transferencia, la LTV establece en su artículo 29 que los títulos nominativos, como vienen a ser las acciones, se transfieren a través de una cesión derechos. La transferencia tiene efectos frente a terceros y frente a la sociedad emisora una vez que la cesión es comunicada y ésta procede a hacer la anotación respectiva en la matrícula de acciones. Aunque en el caso de la anotación en

cuenta, la cesión debe comunicarse a la ICLV para ser eficaz pues es su registro contable el que cuenta para estos efectos.

Ahora bien, si nos ponemos en la posición de los Promotores y analizamos las opciones disponibles, nos topamos con algunas dificultades. ¿Cómo deberían representarse las acciones, por certificados o por anotaciones en cuenta? Partiendo del supuesto de que algunos cientos de personas suscriben acciones, la emisión y entrega de certificados de acciones físicos es obviamente una tarea tediosa. Aún más complicado es el manejo de la matrícula de acciones. Ésta suele llevarse de manera física por la propia sociedad, en un libro legalizado por notario, y cada vez que se realiza una transferencia, emiten acciones a favor de algún accionista, constituyen gravámenes, entre otros, se redacta un asiento dejando constancia de tal hecho y se adhiere al libro. Si va a haber un volumen muy grande de accionistas, mantener actualizada una matrícula llevada físicamente se convierte en una tarea costosa en términos de tiempo, sin mencionar las complicaciones que pueden derivarse de la pérdida del libro.

Por otro lado, la anotación en cuenta, tiene la ventaja de ser una forma de representación virtual, por lo cual no hay peligro de pérdida, permite registrar la información sobre las acciones, como transferencias y gravámenes, de manera más eficiente y, cuando se necesita, encontrar esa información rápidamente. Pero presenta la complicación de forzar la contratación de los servicios de una ICLV. En Perú, concretamente se tendría que contratar a CAVALI pues es la única que existe. Actualmente, de acuerdo al Capítulo XIV del Reglamento Interno de CAVALI, el servicio de representación de acciones mediante anotación en cuenta y de administración de matrícula solamente se ofrece a sociedades con valores inscritos en el RPMV. Pero incluso si se modificara el Reglamento Interno de CAVALI para ofrecer estos servicios a cualquier sociedad, surge el problema de la falta de competencia. Difícilmente se cree una ICLV que compita con CAVALI solamente para ofrecer esta clase de servicios, debido a que el negocio principal de una ICLV es el de la liquidación de operaciones de la bolsa de valores, mercado que ya está cubierto absolutamente por CAVALI. La ausencia de competencia causaría que CAVALI pueda imponer un precio por sus servicios, y evitaría que existan incentivos para innovar en su servicio.

5.3.2. Posibles soluciones

Creo que el empleo de tecnología es la clave para reducir costos y mejorar procesos. El derecho no es la excepción. Es posible usar medios tecnológicos para que la emisión de

acciones y manejo de la matrícula sea más eficiente y seguro. La regulación actual no está pensada para facilitar el uso de medios tecnológicos, sin embargo no es totalmente ajena a ellos. Gracias a eso es posible encontrar algunas alternativas que pueden facilitar la labor de los Promotores. Sin embargo, eventualmente sería recomendable introducir ciertas modificaciones que estén diseñadas para aprovechar al máximo los beneficios que la tecnología puede brindarnos.

5.3.2.1. Solución dentro del régimen vigente

La LGS no dice expresamente que los certificados de acciones deban constar en papel. Quizás tradicionalmente se ha sobreentendido que es así debido a la necesidad de que los mismos estén firmados, salvo pacto en contrario del estatuto, por dos directores³⁸. Afortunadamente, y aunque muy poco empleada, en el año 2000 se reguló la firma electrónica mediante la Ley 27269. De acuerdo al artículo 1 de este cuerpo legal, la firma electrónica tiene la misma validez y eficacia jurídica que el uso de una firma manuscrita u otra análoga que conlleve manifestación de voluntad.

El empleo de una firma electrónica puede ayudar a simplificar el trabajo de emisión de certificados de acciones. En vez de imprimir y firmar los certificados, es posible prepararlos en un formato electrónico, como podría ser un archivo en formato PDF y aplicar sobre ese archivo la firma electrónica de los funcionarios de la sociedad que corresponda. Los certificados pueden luego ser enviados a los accionistas vía correo electrónico. De esta manera no hay gastos de papel o envío, y se reduce considerablemente el riesgo de pérdida del certificado.

En cuanto a la matrícula de acciones, el artículo 92 de la LGS establece que además de poder llevarse en un libro especialmente abierto u hojas sueltas, en ambos casos legalizados, es posible llevarla mediante registro electrónico. No se da ningún detalle de qué debe caracterizar este registro electrónico. El lado positivo de ello es que da libertad a las sociedades de crear este registro electrónico de la manera que crean conveniente.

La idea de llevar electrónicamente una matrícula de acciones es que (i) sea más sencillo y rápido realizar el registro, (ii) los porcentajes de participación accionaria se actualicen automáticamente, (iii) que otra clase de información relevante sea fácilmente

³⁸ Art. 100 de la LGS: “(...) *El certificado es firmado por dos directores, salvo que el estatuto disponga otra cosa*”

extraída, y (iv) se reduzca el riesgo de pérdida. Además, dependiendo de la tecnología usada, que podría variar desde un rudimentario documento de Excel, un software más complejo o servicios en línea, otros beneficios podrían surgir. Por ejemplo, un software o servicio en línea podría tener una funcionalidad para brindarles a los accionistas acceso remoto a la información de la matrícula, o incluir mecanismos de comunicación virtuales y autenticados mediante certificados digitales entre la sociedad y sus accionistas.

Difícilmente las sociedades emisoras desarrollen por su cuenta mecanismos sofisticados para llevar una matrícula electrónica, siendo el escenario ideal que surjan empresas dedicadas a brindar servicios de matrícula a sociedades privadas, a diferencia de CAVALI que, de acuerdo al artículo 1 del Capítulo XIV de su Reglamento Interno, solamente ofrece ese servicio a emisores con valores inscritos en el RPMV.

En el Perú, las únicas sociedades con accionariado difundido son justamente aquellas con valores inscritos en el RPMV y que actualmente ya son atendidas por CAVALI, de manera que no existe mercado para que surjan empresas que ofrezcan esta clase de servicios sociedades no inscritas en el RPMV. Con el ECF ello cambiará pues existirán sociedades pequeñas, no inscritas en el RPMV y con accionariado difundido que necesitarán de tales servicios. Aunque las acciones seguirían siendo representadas por certificados, las matrículas sí podrían llevarse eficientemente a través de un software.

Para ejemplificar cómo es que una matrícula de acciones puede ser llevada por un tercero de manera electrónica quiero citar el caso de la empresa *Capshare LLC*. Esta es una compañía fundada en Estados Unidos en el año 2011 (Bloomberg, 2018). Se especializa en brindar un servicio de gestión de matrículas de acciones, pero con un alto componente de valor agregado. No solamente lleva un adecuado registro de la composición del accionariado, transferencias y gravámenes, sino que (i) permite que los emisores brinden diversos niveles de acceso a accionistas y empleados para que éstos puedan verificar sus tenencias por su cuenta, (ii) ofrece una herramienta para simular el impacto de potenciales emisiones en el accionariado pudiendo incluso comparar varios modelos (iii) permite a emisores extraer información concreta que necesitan, (iv) asesora con el cumplimiento de ciertas regulaciones, (v) da servicios de valorización, (vi) permite a los accionistas comparar data de las diferentes compañías de su portafolio que usan *Capshare*, entre otros (<https://www.capshare.com/>).

El crecimiento del ECF en el Perú crearía un mercado objetivo al que compañías de la naturaleza de *Capshare* podrían brindar servicios como los descritos en el párrafo anterior. La prestación de estos servicios no implica la representación por anotación en cuenta, y por lo tanto, no necesariamente deben ser brindados por una ICLV. En consecuencia, habría espacio para competencia en el mercado.

Cabe recalcar que la utilización de una matrícula electrónica además deja abierta la posibilidad de introducir mejoras tecnológicas. Me refiero específicamente al uso de la tecnología “*blockchain*”. El *blockchain* es en términos sencillos, una base de datos, pero que se caracteriza por ser descentralizada. Esto significa que copias de la base de datos son distribuidas entre todos los usuarios de la base de datos, también llamados nodos. Cuando se va registrar, por ejemplo, una transacción en la base de datos, debe existir “consenso”, es decir, todos los nodos del sistema validan en tiempo real y automáticamente la transacción (Song, 2018, p.10). Después, la misma es encriptada y registrada en la base de datos. Gráficamente se describe a cada transacción como un bloque, y a la base de datos como una cadena de esos bloques; de ahí el nombre. Esta tecnología brinda certeza y seguridad. Para que la información sea alterada o “hackeada” sería necesario descifrar la cadena completa de bloques, tarea que suele describirse como prácticamente imposible.

La legislación de Delaware, contempla expresamente, desde el 2017, el uso de esta tecnología, estableciendo que es posible para las corporaciones usar “*distributed electronic network or databases*” (redes o bases de datos electrónicas distribuidas) para llevar los registros corporativos. La aplicabilidad de esta tecnología va más allá del registro de transferencias y demás actos en las matrículas de empresas privadas. Mecanismos centralizados de negociación, como son las bolsas de valores, también evalúan adaptarse a esta tecnología y vienen realizando pruebas a pequeña escala. No solo son motivados por la seguridad que brinda, sino porque permite simplificar radicalmente los procesos que se aplican cada vez que se realizan transacciones en mercados secundarios. Por ejemplo, Nasdaq está invirtiendo en una plataforma llamada Nasdaq Linq, destinada a facilitar transacciones entre empresas privadas. Por el lado público, las bolsas de Australia, Corea del Sur y hasta la de Chile también experimentan con esta tecnología (Bajpai, 2017).

5.3.2.2. Ajustes recomendados

El régimen vigente da cabida a agilizar el manejo de la matrícula de acciones por medios tecnológicos. Pero queda pendiente de solución la obligación de representar las acciones mediante certificados. Los beneficios de tener una matrícula electrónica, podrían verse opacados por los problemas de manejar certificados. Idealmente, los emisores, solos o valiéndose de la ayuda de terceros, deberían ser capaces de emitir y trabajar con acciones virtuales, básicamente de la misma manera en que los emisores con valores inscritos en el RPMV pueden representar la suyas mediante anotaciones en cuenta ante CAVALI.

Quizás el cuerpo legal más avanzado en este tema es el Título 8 del Código de Delaware que trata de las corporaciones. De acuerdo al artículo 158 de este cuerpo legal, una sociedad puede emitir “*certificatted shares*” (acciones certificadas) o “*uncertificatted shares*” (acciones no certificadas). Las acciones certificadas pueden tomar la forma de certificados físicos o certificados virtuales, y paralelamente se hacen los registros correspondientes en la matrícula de acciones. En cambio, en el caso de las no certificadas, lo único que existe es la matrícula, ya sea que se lleve de manera manual o electrónica. Entonces, bajo este código, cualquier sociedad puede emitir acciones no certificadas y llevar un registro electrónico de las mismas, operando de la misma manera como operaría una sociedad que representa sus acciones, en el caso peruano, mediante anotaciones en cuenta. En cuanto a la transferencia de acciones no certificadas, la misma opera, de acuerdo al artículo 8 del Título 6, simplemente mediante el registro por parte de la sociedad del nuevo propietario.

Considero que la legislación nacional debería introducir la posibilidad de que los emisores puedan emitir acciones no certificadas. No es el objetivo analizar con profundidad exactamente todos los cambios normativos que son necesarios pues este tema, además de ser accesorio al tema central de la presente investigación, que es la regulación del ECF, implica un cambio que afectaría a todas las sociedades, por lo que escapa al alcance que tendría la Ley de Crowdfunding. Sin embargo, sí creo necesario establecer algunos lineamientos sobre cómo podría introducirse la figura de las acciones no certificadas en una nueva LGS.

La actual LGS reconoce la posibilidad de representar valores mediante anotación en cuenta, pero remite el régimen a la legislación del mercado de valores. Es

la LMV la que regula con más profundidad la representación mediante anotación en cuenta en el capítulo I del Título VIII.

Una primera posibilidad de solución consiste en reconocer que cualquier sociedad puede representar sus acciones mediante anotaciones en cuenta sin la participación de una ICLV. El problema de esto es que obliga a introducir cambios, no solo a nivel de la LGS sino que implica cambiar la redacción de una serie de normas de mercado de valores, empezando por, prácticamente, todo el capítulo I del Título VIII de la LMV.

Considero que es más sencillo manejar este cambio a nivel de una nueva LGS aprovechando además que ese es un proyecto que actualmente ya cuenta con un grupo de trabajo asignado. Se podrían categorizar las formas de representación de acciones en certificadas y no certificadas, siendo un tipo especial de acciones no certificadas aquellas representadas por anotación en cuenta, las mismas que tendrían la particularidad de ser llevadas por una ICLV y de regirse por la legislación del mercado de valores. Haciendo este deslinde, se omite tener que modificar la LMV y otras normas, y se permite regular las acciones no certificadas, a ser usadas por la generalidad de sociedades, únicamente en la LGS.

Adicionalmente, una nueva LGS también debería reconocer expresamente la posibilidad de que, en el caso de acciones certificadas, los certificados puedan ser documentados en medios electrónicos, es decir, en archivos con firmas digitales, para que no quepan dudas al respecto. La facultad de hacer ello bajo el régimen vigente que se explicó anteriormente es resultado de una interpretación personal basada en la ausencia de una instrucción expresa en la LGS de hacerlo por medios físicos. Por ello y por motivos de seguridad jurídica, es recomendable que la norma reconozca expresamente tal posibilidad.

5.4. Toma de acuerdos

Partiendo de la premisa de que el emisor podría ser o una sociedad anónima abierta o una sociedad anónima ordinaria, toca analizar si las reglas aplicables facilitan o dificultan la toma de acuerdos por la junta general de accionistas. Para ello deben revisarse las normas referidas a la convocatoria, quórum y mayorías.

La convocatoria de la junta general de accionistas de la sociedad anónima abierta está regulada en el artículo 258 de la LGS, según el cual, la convocatoria se

realiza por aviso, el mismo que debe publicarse con una anticipación de 25 días calendario. Por el lado de la sociedad anónima ordinaria, el artículo 116 establece que la convocatoria debe realizarse mediante un aviso publicado con una anticipación no menor de diez días a la fecha fijada para su celebración cuando se trate de la junta obligatoria anual de accionistas o juntas dispuestas en el estatuto. En el resto de casos la anticipación es no menor a 3 días. Para ambas sociedades, y en función a lo dispuesto por el artículo 43 de la LGS, que trata de las reglas sobre publicaciones de avisos, se entiende que el aviso de convocatoria es una publicación realizada en el periódico del lugar del domicilio de la sociedad encargado de la inserción de avisos judiciales y, en el caso de sociedad domiciliadas en Lima o Callao, tanto en el Diario Oficial El Peruano como en otro diario de mayor circulación.

La publicación de avisos de convocatoria en los diarios me parece una forma altamente ineficiente y costosa para comunicarse con los accionistas. Las coordinaciones con los diarios para la publicación implican un costo tanto en tiempo como en dinero y puede causar demoras. ¿Acaso los accionistas van a estar pendientes todos los días de los avisos publicados en los periódicos? ¿Si la publicación no da ninguna garantía para que los accionistas puedan tomar conocimiento de la convocatoria, por qué la exige la ley? El único “beneficio” de publicar los avisos de convocatoria en diarios es que le da certeza a la fecha de publicación y eso permite que, por ejemplo, un registrador público verifique que la convocatoria se hizo con la anticipación establecida por ley. A pesar de ello, no creo que este beneficio justifique el costo, más aún cuando otras vías de comunicación más directas, como medios electrónicos, pueden otorgar la misma certeza.

Considero que lo más beneficioso sería que las sociedades, en general, pueden efectuar convocatorias por medios electrónicos, ya sea por correos electrónicos, publicaciones en sus páginas web corporativas, y otros análogos. Un mecanismo semejante está regulado en el caso de la sociedad anónima cerrada, concretamente en el artículo 245, aunque en este caso se exige que el medio empleado permita obtener una constancia de recepción. Esta facilidad existe para las sociedades anónimas cerradas pues se supone que está conformada por un número reducido de personas y por lo tanto se justifica las comunicaciones pueden ser más personalizadas. Sin embargo, la tecnología ahora permite una comunicación directa independientemente del número de accionistas que tenga una compañía. ¿No es más eficiente que las compañías

convoquen a la junta mandando correos electrónicos o publicando en sus páginas web corporativas la convocatoria? ¿No es acaso mucho más fácil para un accionista estar pendiente de su correo o de revisar una página web a los cuales tiene acceso desde cualquier parte, en vez de estar pendiente de una publicación en un diario determinado?

Este es un cambio que deberá realizarse cuando se emita una nueva LGS. Afortunadamente, mientras tanto, las sociedades emisoras no deberían tener muchas juntas generales de accionistas al año, lo cual genera que este costo no sea un problema grave. Aun así, es un tema que una nueva LGS debería modernizar y que contribuiría a facilitar el manejo de las sociedades en general.

En lo que concierne a la anticipación de la convocatoria, como se dijo anteriormente, el plazo aplicable a la sociedad anónima ordinaria es de 10 días o 3 días dependiendo del tipo de junta, mientras que para la sociedad anónima abierta es de 25 días. Si bien el plazo de 25 días puede parecer excesivo si lo comparamos con 10 o 3 días, no creo que manejar este nivel de anticipación sea un problema para los emisores debido a que los temas a tratar en la junta no son temas repentinos. Por el contrario, son temas que, o ya están programados (como es el caso de aprobación de estados financieros en la junta obligatoria anual), o que implican una preparación previa (como puede ser un aumento de capital o reorganización). De manera que no considero que se requieran cambios en cuanto a la anticipación de la convocatoria.

En lo que respecta a las normas sobre quórum y mayorías, en la sociedad anónima abierta, de acuerdo al artículo 257 de la LGS, basta en primera convocatoria la concurrencia del 50% de acciones con derecho de voto, en segunda 25% y en tercera cualquier porcentaje. Por otro lado, las decisiones se adoptan siempre por mayoría de las acciones presentes en la junta. El estatuto no puede exigir quórum ni mayorías más altas. Por su parte, en la sociedad anónima ordinaria, el quórum en primera convocatoria para asuntos simples es del 50% y de cualquier número de acciones en segunda convocatoria. Para asuntos calificados, el quórum en primera convocatoria es de 2/3 y en segunda de 3/5. Las decisiones para asuntos simples se toman por mayoría absoluta de las acciones representadas en la junta, y para asuntos calificados, por mayoría absoluta del total de acciones emitidas.

Si comparamos las normas de ambos tipos de sociedades, creo que la sociedad anónima abierta tiene una gran ventaja pues, al exigir requisitos menores, facilita la

realización de las juntas y toma de acuerdos. Esto se debe a que sus normas están pensadas justamente para que las sociedades con accionariado difundido no se vean impedidas de tomar decisiones por falta de compromiso de sus accionistas y es, en principio, lo más conveniente para las sociedades que emitan acciones vía ECF. En este ámbito, tampoco considero que sea necesario introducir algún cambio, ya será decisión de los Promotores si optan por una u otra según su situación particular.

5.5. Pactos especiales

Un elemento sumamente importante en el ECF es la regulación de los mecanismos de salida aplicables a los accionistas. Recordemos que, en principio, las compañías financiadas son muy jóvenes y es improbable que otorguen dividendos sino hasta varios años después. El principal beneficio económico que pueden percibir los accionistas es una ganancia de capital producto de una venta. El problema es que es casi imposible que los accionistas minoritarios actuando individualmente puedan encontrar un comprador para sus acciones (salvo que eventualmente se cree una suerte de mercado secundario virtual que posibilite esto). Ante este escenario, y con la finalidad de atraer inversión, es necesario que los Promotores les puedan garantizar una salida a los accionistas minoritarios en caso aparezca un comprador que quiera hacerse con el control de la compañía o adquirir una participación importante.

El pacto con el que normalmente se logra garantizar una salida a los accionistas minoritarios es el pacto de *'tag along'*. Este pacto otorga un derecho a los accionistas minoritarios de adherirse a la venta por parte del accionista mayoritario en los mismos términos y condiciones. Esto quiere decir que, si aparece un tercero que desea hacerse del control de la compañía comprando la participación de los Promotores (asumiendo que son accionistas mayoritarios), los accionistas minoritarios no se quedarán en el aire y podrán obligar a los Promotores a vender de manera conjunta. Así los minoritarios tienen la oportunidad de decidir si se quedan o no en la compañía, y no se verán sorprendidos por un repentino cambio en el control de la misma; además, pueden obtener un mejor precio por acción beneficiándose de la prima de control.

La otra cara de la moneda es el pacto de *'drag along'*, el cual busca viabilizar la salida de los Promotores. Este pacto otorga un derecho a ciertos accionistas, (normalmente se refiere a los mayoritarios), de obligar o “arrastrar” al resto de accionistas a vender sus acciones conjuntamente. Esto impide que una transacción puede ser bloqueada por los accionistas minoritarios. Por ejemplo, digamos que la

participación accionaria de una compañía está dividida en proporción de 40% y 60% (ampliamente difundido) para los Promotores y minoritarios respectivamente. Aparece un comprador que desea adquirir el control de la compañía. Los Promotores no pueden otorgarle control de la compañía vendiendo su paquete de 40%, o peor aún, el comprador solo está interesado en adquirir el 100% de la compañía. Esto obligaría al comprador a contactar a cada uno de los minoritarios para negociar y comprar el paquete de acciones que necesita. Estos problemas pueden ser evitados con un derecho de *drag along* que obligue a los minoritarios a adherirse a la transacción.

Ahora bien, el pacto de *drag along* no es importante solo para que los Promotores salgan, es vital para el futuro ingreso de ciertas clases de inversionistas acreditados. Por ejemplo, si la compañía necesita una ronda más grande de financiamiento probablemente requiera el ingreso de una firma de capital de riesgo, o de un fondo de inversión. Esta clase de inversionistas no invierten para quedarse indefinidamente en una compañía. Invierten para mantener el activo en su portafolio por un periodo y después vender su participación a un mayor precio. De manera que ninguno de estos inversionistas entrará a la compañía si ésta no le puede garantizar un mecanismo de salida cuando llegue el momento. Obtener financiamiento en etapas más avanzadas puede ser la diferencia entre el éxito y la quiebra de la compañía, y es por eso que no se puede dejar de resaltar la importancia de plantear adecuadamente esta clase de pactos.

¿Estos pactos son posibles en el Perú? Tratándose de una sociedad anónima ordinaria, no hay dudas de que los pactos antes descritos son válidos pues no hay ninguna prohibición expresa que pueda aplicar. Un poco menos claro es el caso de las sociedades anónimas abiertas. Esto debido a la existencia del artículo 254:

“Artículo 254. Estipulaciones no válidas

No son válidas las estipulaciones del pacto social o del estatuto de la sociedad anónima abierta que contengan:

- 1. Limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones;*
- 2. Cualquier forma de restricción a la negociación de las acciones; o*
- 3. Un derecho de preferencia a los accionistas o a la sociedad para adquirir acciones en caso de transferencia de éstas.*

La sociedad anónima abierta no reconoce los pactos de los accionistas que contengan las limitaciones, restricciones o preferencias antes referidas, aun cuando se notifiquen e inscriban en la sociedad.

Lo previsto en este artículo no es de aplicación a las clases de acciones no inscritas de conformidad con lo previsto en el Artículo 252.”

¿Son estos pactos limitaciones a la libre transmisibilidad de acciones y, por lo tanto, inválidos? Tomemos primero el derecho de *tag along*. En este caso, el accionista mayoritario no está prohibido de transferir sus acciones a un tercero, pero el hecho de tener que incluir en la transacción a los minoritarios que decidan ejercer su derecho dificulta que la venta se realice pues eleva el costo al comprador. Desde cierto punto de vista sería posible interpretar que constituye una limitación indirecta a la transferencia. Lo mismo sucede con el *drag along*, donde se puede obligar a otro accionista a vender contra su voluntad, ¿son estos pactos limitaciones a la “libre transferibilidad”? Considero un poco forzado encajar estos pactos en los supuestos del artículo 254, no obstante, más allá de discutir si estos pactos son o no limitaciones a la libre transferibilidad, creo que el verdadero problema es la aplicación del artículo en general.

¿Cuál es la razón para establecer que esas estipulaciones no son válidas? Como se ha dicho anteriormente, la LGS parte del supuesto en que las sociedades anónimas abiertas van a ser sociedades con valores inscritos en el RPMV, y que listan sus acciones en la bolsa de valores. En ese escenario es comprensible que no se admitan acciones que tengan limitaciones a su transferencia pues la idea de un mecanismo centralizado de negociación como la bolsa de valores es que las personas puedan comprar y vender grandes volúmenes de acciones sin preocuparse de que su propiedad pueda posteriormente ser cuestionada por la violación de algún pacto que limitaba su transferencia. Pero ¿por qué ligar las estipulaciones no válidas al tipo societario? Si una sociedad anónima abierta no va a listar sus acciones en bolsa, y por lo tanto se va a quedar en el mundo privado, ¿por qué le debería aplicar el artículo 252 que está pensado para facilitar un mercado secundario público?

Considero que la problemática causada por el artículo 252 puede ser remediada especificando que el artículo es aplicable a las sociedades anónimas que listan sus acciones en bolsa, en vez de amarrar el artículo al tipo societario en sí. De esta forma no quedaría duda de la validez de pactos como *tag along* y *drag along*, e incluso se

permitirían establecer derechos de preferencia y otros que en casos particulares puedan considerarse útiles.

Otra clase de pacto que puede resultar útil es el derecho de recompra de acciones. En una recompra, es la propia compañía la que compra las acciones a los inversionistas para mantenerlas en cartera, con la finalidad de venderlas posteriormente o amortizarlas. Este derecho puede plantearse como un derecho de los accionistas, una vez cumplidas ciertas condiciones, como una garantía de salida. También puede plantearse como un derecho de la compañía a recomprar las acciones, lo cual facilitaría que pueda ingresar un accionista nuevo. Esta clase de pactos pueden cumplir funciones muy parecidas al *tag along* y *drag along* respectivamente.

Pasando al tema de la formalización de estos pactos especiales, ¿cuáles son las posibilidades que ofrece el derecho peruano? Hay dos posibilidades. Una primera opción es que el pacto se encuentre contemplado en el estatuto de la sociedad. La segunda opción es celebrar un convenio de accionistas que incluya el pacto.

Las consecuencias de usar uno u otro son esencialmente las mismas pues en ambos casos los pactos son oponibles a la sociedad y a terceros. Una sutil diferencia práctica puede ser que plantear esta clase de derechos vía estatuto tiene la desventaja de poder ser modificado mediante acuerdo de junta general de accionistas en perjuicio del grupo de accionistas a quien el pacto beneficiaba. Esto no sería posible en el caso del convenio de accionistas pues, al ser un contrato, debe ser modificado por acuerdo entre las partes, por lo que no habría un riesgo de que un accionista mayoritario cambie las reglas de juego unilateralmente. Otra diferencia es la publicidad, pues el estatuto es de acceso público a través de los registros de SUNARP, mientras que el convenio de accionistas es un documento privado.

El convenio de accionistas, en principio, tiene la desventaja relativa a la obtención del consentimiento de cada accionista. Si bien es tedioso recabar el consentimiento de todos los accionistas, este es un asunto que puede remediarse con el uso de la tecnología. Existe la posibilidad de recabar virtualmente el consentimiento de los inversionistas durante la oferta brindando acceso al convenio de accionistas y obligando a los usuarios de una determinada Plataforma a aceptarlo mediante un clic antes de destinar fondos a la campaña, como se suele hacer, por ejemplo cuando instalamos un software en una computadora y aceptamos un contrato de licencia de uso.

Esta es una forma totalmente válida de manifestar la voluntad. Si se requiere de una manera más segura, también se viene desarrollando el uso de las firmas electrónicas a través del Documento Nacional de Identidad (DNI) electrónico, el mismo que, al contener un certificado digital, permitirá firmar contratos electrónicamente. Desde luego, esta posibilidad está supeditada a que en el futuro el uso del DNI electrónico se masifique.

En conclusión, la legislación peruana sí es lo suficientemente flexible para permitir pactos especiales que facilitan la salida y entrada de accionistas como el *tag along*, *drag along*, o pactos de recompra. La formalización de estos pactos tampoco representa un problema. Sin embargo, sí es recomendable modificar el artículo 252 de la LGS con la finalidad de limitar su aplicación a aquellas sociedades que transan sus valores en mecanismos centralizados de negociación al ser una norma que está pensada justamente para ese escenario.

5.6. Utilización de vehículos adicionales

Un esquema se observa en otras jurisdicciones consiste en la utilización de un vehículo intermediario que emita los valores, reúna a todos los inversionistas, e invierta los recursos recaudados en la compañía principal de los Promotores. De esta manera, la compañía principal, es decir, aquella que tiene el negocio, solamente suma un inversionista adicional, el vehículo, que recibe el nombre en inglés de *'nominee company'*.

La Plataforma Seedrs, que tiene una presencia muy importante en el Reino Unido, utiliza esta clase de estructuras para todas las emisiones pues encuentra una serie de ventajas en su utilización. Primero, concentrar a todos los inversionistas en un solo vehículo los obliga a actuar en bloque. Actuar en bloque genera que los inversionistas tengan un mayor poder de negociación. Como resultado, les permite ejercer mejor derechos que requieren de cierto nivel de tenencia accionaria, como puede ser el derecho para solicitar información, o podría estar en una mejor posición para negociar un convenio de accionistas.

Segundo, simplifica el manejo para los Promotores de su composición accionaria. Esta simplificación es posible por la existencia de compañías especializadas en manejar de manera profesional esta clase de vehículos. Por lo que los Promotores no

tienen que preocuparse por el manejo de cientos de accionistas, sino que solamente interactúa con la compañía que gestiona el vehículo.

Y tercero, facilita una salida de los inversionistas. Si un inversionista quisiera comprar ese paquete de acciones, ya no tiene que negociar individualmente con cientos de accionistas sino con uno solo. Por supuesto, los accionistas del vehículo tendrán que reunirse en junta general y tomar una decisión al respecto, pero ello puede lograrse sin la participación de todos, bastando conseguir el quórum suficiente de acuerdo a la clase de vehículo.

Desde luego, es un esquema que presenta desventajas y que no es del gusto de todos. Recordemos que había un lado emocional en la decisión de inversión por parte del público. Esa conexión con la compañía principal se rompe con el uso de este esquema y por esa razón mucha gente prefiere un esquema de inversión directa. Asimismo, delegar en un tercero la gestión del vehículo es un costo adicional que los Promotores deben asumir. Por un lado ahorran tiempo en el manejo de sus accionistas, pero le cargan un costo adicional a su compañía.

Ahora bien, si una Plataforma en el Perú quisiera utilizar esta clase de esquemas, ¿qué opciones tiene? La opción más evidente es el uso de una de las formas societarias establecidas en la LGS. Concretamente, al ser el vehículo el emisor de los valores, tendrían que ser una sociedad anónima ordinaria o abierta. Tributariamente, este vehículo no genera mayores complicaciones para los inversionistas. La compañía principal paga impuesto a la renta de tercera categoría como corresponde, el vehículo recibe dividendos pero paga no impuestos por ello, sino que recién surge la obligación de pagar el impuesto a la renta de segunda categoría cuando ese dividendo es distribuido a los accionistas del vehículo.

Societariamente, usar una sociedad como vehículo genera la dificultad de coordinar las juntas generales de accionistas de la compañía principal con las del vehículo. Por ejemplo, si la compañía principal es una sociedad anónima cerrada, normalmente podría convocar a junta con una anticipación de 3 días (salvo en caso que se trate de una junta obligatoria anual o una especial establecida en el estatuto, donde el plazo es de 10 días). Sin embargo, el vehículo también debe hacer su propia convocatoria para que los accionistas fijen posición respecto a los puntos de agenda a ser tratados en la junta de la compañía principal. Si el vehículo fuera una sociedad

anónima abierta, el plazo se extiende a 25 días de anticipación. Si fuera una sociedad anónima ordinaria, es más sencillo calzar ambas convocatorias, pero al requerir de quórum mayor también es posible que se la junta se instale en segunda o tercera convocatoria, dilatando igualmente el proceso.

Estas dificultades pueden minimizarse de la siguiente manera. La legislación societaria peruana no establece ninguna limitación para que el gerente general del vehículo tenga poderes de representación en juntas generales de accionistas en sociedades donde el vehículo tenga participación. Esto significa que, en realidad, no es necesario que cada vez que alguna decisión debe tomarse en una junta de accionistas de la compañía principal, también se reúna la junta del vehículo. Desde luego, estos poderes pueden limitarse al gusto de cada uno. Podría requerirse de junta general de accionistas cuando los temas a tratar sean de particular importancia, como un aumento de capital, una reorganización societaria, emisión de obligaciones, venta de activos, etc. No obstante ello, considero que el problema de coordinar juntas generales de dos sociedades no es tan grande como parecería en un inicio, y funcionar así es totalmente viable.

5.7. Conclusiones

- (a) Bajo la LGS actual, el único tipo societario disponible es el de la sociedad anónima abierta. Para evitar ello y otorgar mayor libertad a los Promotores en la elección del tipo societario, debería derogarse el numeral 1 del artículo 249 para que el solo hecho de hacer una oferta pública no gatille la obligatoriedad de adoptar la forma de una sociedad anónima abierta. Así se tendría acceso al empleo de la sociedad anónima ordinaria.
- (b) La Ley de Crowdfunding deberá establecer una excepción a las reglas de la LGS que obligan a cualquier S.A.A. a registrar sus valores en el RPMV y a realizar una auditoría externa anual para que los emisores que hayan realizado una Oferta Pública Exenta no se vean afectados. Sin perjuicio de este remedio, la verdadera solución consiste en un cambio a nivel de la LGS para eliminar la obligatoriedad por parte de la S.A.A. de registrar sus valores en el RPMV.
- (c) La sociedad anónima abierta tiene normas que facilitan el manejo de un accionariado difundido, como lo son sus normas de quórum y mayorías, o la posibilidad de suprimir el derecho de suscripción preferente, por lo que en

la práctica hasta podría ser el tipo societario preferido por los Promotores. No obstante ello, el sistema de convocatoria debería modernizarse (en este tipo de sociedad y en la sociedad anónima ordinaria) para permitir usar canales de comunicación virtuales en vez de los típicos avisos de convocatoria en diarios.

- (d) La legislación societaria brinda las herramientas suficientes para que los Promotores no pierdan el control de la administración y de las decisiones más importantes de la compañía. Esto se puede lograr mediante un estatuto que empodere debidamente al directorio y la administración, la emisión de acciones con prima de capital, la creación de clases de acciones, o la emisión de acciones sin derecho de voto.
- (e) La LGS permite un manejo electrónico de la matrícula de acciones lo cual da cabida al surgimiento de compañías dedicadas ofrecer servicios profesionales que reduzcan costos, permitan un manejo eficiente y ofrezcan valor agregado.
- (f) Es necesario replantear la forma de representación de las acciones, categorizándolas en acciones certificadas y no certificadas, siendo la anotación en cuenta una forma especial de esta última regulada en la LMV. Bajo este esquema cualquier sociedad debería ser capaz de emitir acciones no certificadas (electrónicas) y manejarlas de manera similar a como actualmente se manejan las acciones representadas por anotación en cuenta, es decir, mediante un registro electrónico.
- (g) La normativa peruana permite el uso de pactos especiales que regulan la relación entre accionistas para establecer mecanismos de salida, tanto en favor de los Promotores como de los inversionistas. Sí es recomendable, sin embargo, modificar el artículo 252 de la LGS con la finalidad de limitar su aplicación a aquellas sociedades que transan sus valores en mecanismos centralizados de negociación y no amarrar su aplicación a toda sociedad anónima abierta.
- (h) La normativa peruana no presenta dificultades importantes en cuanto a la utilización de una sociedad que sirva de vehículo intermediario entre la compañía principal de los Promotores y los inversionistas. Dependerá de

cada caso determinar la conveniencia o no de emplear un vehículo o permitir una inversión directa.



CONCLUSIONES GENERALES

- (a) El Equity Crowdfunding es una alternativa de financiamiento que permitirá a las Startups y Mypes de carácter innovador obtener financiamiento del público en general a un bajo costo, y que al mismo tiempo servirá como una poderosa herramienta de marketing que brindará notoriedad a la compañía, información sobre el nivel de aprobación por parte del público de su producto y/o servicio, y ayudará a crear o ampliar una base de clientes fieles.
- (b) La regulación sobre mercado de valores actual no es apropiada para que se desarrolle el Equity Crowdfunding. Se trata de una regulación cargada de sobrecostos que las Startups y Mypes no pueden afrontar. Por este motivo es necesaria una regulación especial que tenga dos objetivos adecuadamente balanceados: (i) facilitar y promover la realización de ofertas a un bajo costo y (ii) otorgar seguridad al público inversionista. Solamente encontrando el punto de equilibrio entre estos dos objetivos será posible convertir al Equity Crowdfunding en un mecanismo viable de financiamiento.
- (c) Para efectos de determinar y alcanzar el equilibrio mencionado, esta propuesta se basa en aceptar un cambio de paradigma según el cual las personas comunes y corrientes, tratados como ignorantes e incapaces por la teoría del mercado de valores, tienen la capacidad para tomar decisiones de inversión y asumir los riesgos de las mismas. De manera que, al analizar qué se entiende por una protección adecuada al inversionista se está partiendo de esta premisa.
- (d) La oferta realizada a través de una Plataforma de Financiamiento Colectivo es una oferta pública de valores, pero deberá estar sujeta a un régimen radicalmente distinto a las ofertas públicas ordinarias, con la finalidad de facilitar la realización de las mismas por parte de Startups y Mypes. De acuerdo a la presente propuesta, estas ofertas se caracterizarán por encontrarse exentas de registro y aprobación previa de la Superintendencia del Mercado de Valores. Asimismo, gozarán de otras ventajas, incluyendo las siguientes: (i) la eliminación de la necesidad de contar con un agente de intermediación, (ii) la eliminación de responsabilidad solidaria de las personas contratadas para la elaboración de los documentos de la oferta, recayendo

la responsabilidad por su contenido únicamente en el emisor y los Promotores, (iii) la eliminación de la obligación de presentar estados financieros auditados por una sociedad de auditoría registrada ante la SMV, y (iv) la no aplicación de las obligaciones informativas permanentes típicas de emisores con valores inscritos en el RPMV, limitándose a la remisión a la SMV y a sus accionistas de información financiera anual sin auditar y reportes trimestrales con información sobre el uso de los fondos e implementación del plan de negocios.

- (e) No obstante las Ofertas estarían sujetas a un régimen mucho más flexible y menos costoso, esta propuesta incluye una serie de medidas que buscan dar garantías y proteger a los inversionistas, pero que no llegan a generar costos significativos para los emisores. En ese sentido, las medidas principales contenidas en esta propuesta son: (i) el establecimiento de un tamaño máximo de oferta, (ii) el establecimiento de un listado de información mínima que los emisores deben revelar con ocasión de la oferta, y cuyo verificación está a cargo de las PFC, (iii) límites de inversión globales para los inversionistas no acreditados, (iv) el otorgamiento a los inversionistas de un derecho a retirar sus compromisos de inversión en cualquier momento durante la vigencia de la Oferta, y el derecho a la devolución de cualquier aporte realizado en caso no se llegue a la meta de financiamiento, (v) ciertas obligaciones informativas permanentes por parte de los emisores y cuyo cumplimiento está supervisado por la SMV, (vi) la obligatoriedad para las PFC de realizar una debida identificación de los Promotores para detectar indicios de fraude, ofrecer de información mínima a los usuarios de sus páginas web, ofrecer mecanismos de comunicación entre los inversionistas y emisores, y valerse de una entidad regulada por la SBS para el manejo de los fondos del público, y (vii) el establecimiento de infracciones administrativas específicas aplicables a emisores, Promotores y Plataformas.
- (f) La actividad que realizan las Plataformas de Financiamiento Colectivo no se enmarca en ninguna de las categorías actualmente existente en la legislación peruana, ni siquiera dentro de lo que hacen los agentes de intermediación. En ese sentido, necesitan ser consideradas como una nueva clase de entidad autorizada y supervisada por la SMV. Las PFC no manejan fondos de sus usuarios de manera directa, por lo que es posible darles una regulación más laxa que la de otras clases

de entidades autorizadas en lo que respecta, por ejemplo, al monitoreo de su situación financiera, bastando con exigirles estados financieros anuales y no trimestrales como se hace por regla general. Sí es necesario, sin embargo, sujetarlas al régimen del sistema de prevención del lavado de activos y financiamiento al terrorismo debido a que están en una buena posición para detectar operaciones sospechosas. Asimismo, las PFC solamente podrán realizar las actividades permitidas por ley, no obstante, es importante crear un *sandbox* regulatorio que esté a su disposición para poder poner a prueba nuevos servicios que no estén expresamente contemplados dentro de sus actividades permitidas, o que estándolos, requieren de una autorización especial, como sería el caso del ofrecimiento de un sistema en línea que funcione como mercado secundario de los valores emitidos a través de sus páginas web.

- (g) Desde el punto de vista societario, es muy relevante que la Ley de Crowdfunding proteja a los emisores de la obligatoriedad de registro de sus acciones en el RPMV, generada por adoptar la forma societaria de la S.A.A., para que puedan aprovechar sus ventajas sin verse afectados por los sobrecostos del registro. Por lo demás, en términos generales, no existen limitaciones importantes que resulten perjudiciales para el correcto desarrollo del Equity Crowdfunding. La Ley General de Sociedades da las herramientas para que los Promotores mantengan un adecuado control de la compañía incluso tras el ingreso de los inversionistas, permite la realización de pactos necesarios como el *tag along* o *drag along*, y no impone obstáculos para el uso de vehículos intermedios que concentren los fondos recaudados (“*nominee company*”) No obstante ello, sí hay algunas mejoras que podrían ser introducidas, como no condicionar que toda sociedad que haga una oferta pública tenga que estar obligada a adoptar la forma de S.A.A. permitiendo que los emisores puedan adoptar también la forma de sociedades anónimas ordinarias, o precisar que la invalidez de pactos que limitan la libre negociación y transferencia de acciones solo aplica para las sociedades listadas en bolsa. Asimismo, es posible simplificar el manejo de las sociedades permitiendo la emisión de acciones no certificadas sin la participación de una ICLV y modernizando las formas de convocatoria a las juntas generales de accionistas para que puedan hacerse de manera electrónica. Estos cambios deben hacerse en una

eventual modificación de la LGS, no siendo la Ley de Crowdfunding la herramienta para introducirlos.



LISTA DE REFERENCIAS

- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2013). *Some Simple Economics of Crowdfunding*. Recuperado de <http://www.nber.org/chapters/c12946>.
- Alcalá , P. E. (2018). *Proyecto de Ley mediante el cual se propone la Ley que Regula el Régimen Jurídico de las Plataformas de Financiamiento Participativo - PFP*. Recuperado de <http://www.congreso.gob.pe/pley-2016-2021>.
- Alois, J. (2017). *StartEngine Launches Secondary Market for Crowdfunded Securities*. Recuperado de <https://www.crowdfundinsider.com/2017/09/122217-startengine-launches-secondary-market-crowdfunded-securities/>.
- AltFi Data. (2016). *Where are they now? A report into the status of companies that have raised finance using Equity Crowdfunding in the UK*. Recuperado de http://www.altfi.com/article/2379_where_are_they_now_report_on_crowdfunding_released.
- Arnal , J., & Bravo , A. (septiembre de 2015). *Un breve estudio de la ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial*. Revistas ICE, Información Comercial Española (Nº 3067), 29-37.: Recuperado de http://www.revistasice.com/CachePDF/BICE_3067_2938__8504A330CADD1C77D64A243A35715D32.pdf.
- Astebro, T., Fernández, M., & Lovo, S. (2018). *Herding in Equity Crowdfunding*. Recuperado de <https://papers.ssrn.com>.
- Bajpai, P. (2017). *How stock exchanges are experimenting with blockchain technology*. Recuperado de <https://www.nasdaq.com/article/how-stock-exchanges-are-experimenting-with-blockchain-technology-cm801802>.
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA). (2015). *Las Entidades de Pago, un nuevo operador no bancario*. Recuperado de <https://www.bbva.com/es/las-entidades-de-pago-un-nuevo-operador-no-bancario/>.
- Banco Mundial . (2013). *Crowdfunding's Potential for the Developing World*. Recuperado de https://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf.
- Battioli, A. (2016). *Convertirte en propietario sin hipoteca y ganar dinero gracias al crowdfunding*. Recupeado de <https://www.helpmycash.com/blog/convertirte-propietario-sin-hipoteca-ganar-dinero-gracias-al-crowdfunding/>.
- BBC News. (2013). *The Statue of Liberty and America's crowdfunding pioneer*. Recuperado de: <https://www.bbc.com/news/magazine-21932675>.
- Bloomberg. (2018). *Company Overview of Capshare LLC*. Recuperado de <https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=264670747>.

- Bottiglia, R., & Pichler, F. (2016). *Crowdfunding for SMEs*. London: Palgrave Mcmillan Studies in Banking and Financial Institutions.
- Brito, M. (2011). *Smart Business, A Playbook for Social Media in your Organization, Social Business*. Recuperado de <https://books.google.com/>.
- Business Wire. (2016). *Korea Exchange Opens Its KRK Startup Market Exchange with Blocko's Blockchain technology*. Recuperado de <https://www.businesswire.com/news/home/20161116005521/en/Korea-Exchange-Opens-KRX-Startup-Market-Exchange>.
- Butcher, M. (2013). *BancBox Launches First Automatic Escrow Service Aimed at Crowdfunding Platforms*. Recuperado de <https://techcrunch.com/2013/04/25/bancbox-launches-first-automatic-escrow-service-aimed-at-crowd-funding-platforms/>.
- Caldbeck, R. (2016). *Equity Crowdfunding is dead* . Recuperado de <https://techcrunch.com/2016/05/16/equity-crowdfunding-is-dead/>.
- Choi, S., & Pritchard , A. (2008). *Securities Regulation: Cases and Analysis*. Nueva York: Aspen Publishers.
- Comisión Europea . (2017). *Assesing the potential for crowdfunding an dother forms of alternative finance to support research and innovation*. Recuperado de <https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/3190dbeb-316e-11e7-9412-01aa75ed71a1/language-en>.
- Comisión Europea. (2016). *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*. Recuperado de https://ec.europa.eu/info/system/files/crowdfunding-report-03052016_en.pdf.
- Comisión Europea. (2017). *Identifying market regulatory obstacles to cross-border development of Crowdfunding in the EU*. Recuperado de https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171216-crowdfunding-report_en.pdf.
- Conduct of Business Sourcebook* . (01 de noviembre de 2007). Recuperado de <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS.pdf>.
- Cox , J., Hillman, R., & Langevoort, D. (2013). *Securities Regulations Cases and Materials*. [versión Kindle] Recuperado de <https://www.amazon.com/>.
- Crowdcheck. (2016). *Crowdcheck Communciations and Publicity by issuers prior to and during a Regulation CF offering* . Recuperado de <https://www.crowdcheck.com/sites/default/files/Guidance%20on%20communications%20prior%20to%20and%20during%20a%20Regulation%20CF%20offeri ng.pdf>.
- Crowdcube. (2017). *Crowdcube completes first on-platform secondary share trade*. Recuperado de <https://www.crowdcube.com/explore/2017/04/13/crowdcube-completes-first-on-platform-secondary-share-trade-as-angel-investors-snap-up-crowd-shares-in-mettrr-technologies>.

- Crowdcube. (2017). *Due Diligence Charter*. Recuperado de <https://www.crowdcube.com/pg/due-diligence-charter-1745>.
- Decreto Legislativo N° 295, Código Civil. (25 de julio de 1984). Recuperado del sitio de internet del Sistema Peruano de Información Jurídica : <http://spij.minjus.gob.pe>.
- Decreto Legislativo N° 635, Código Penal. (3 de abril de 1991). Recuperado de la página de internet del Sistema Peruano de Información Jurídica: <http://spij.minjus.gob.pe>.
- Decreto Ley N° 26126, Ley Orgánica de la Comisión Nacional de Supervisión de Empresas y Valores - CONASEV (30 de diciembre de 1992) Recuperado del sitio de internet del sistema peruano de información jurídica: http://spij.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp.
- Decreto Supremo N° 093-2002-EF, Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores. (15 de junio de 2002). Recuperado del sitio de internet del Sistema Peruano de Información Jurídica : <http://spij.minjus.gob.pe>.
- Decreto, Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera . (09 de marzo de 2018). Recuperado del sitio de internet del Congreso de la Unión: <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/ref/lritf.htm>.
- Dresner, S. (2014). *Crowdfunding: A Guide to Raising Capital on the Internet*. New Jersey: Bloomberg Press.
- El Comercio. (2018). *SMV regulará plataformas de inversión en Internet*. Recuperado de <https://elcomercio.pe/economia/mercados/smv-regulara-plataformas-inversion-internet-noticia-489778>.
- EquityNet. (s.f). *Royalty Crowdfunding*. Recuperado de <https://www.equitynet.com/crowdfunding-terminology/royalty-crowdfunding>.
- Financial Conduct Authority (FCA). (2017). *Regulatory Sandbox lessons learned report* . Recuperado de <https://www.fca.org.uk/publication/research-and-data/regulatory-sandbox-lessons-learned-report.pdf>.
- Freedman , D., & Nutting, M. (2015). *Equity Crowdfunding for Investors*. New Jersey: Wiley.
- Freedman, D. M., & Nutting, M. (2015). *A Brief History of Crowdfunding* . Recuperado de <https://www.freedman-chicago.com/ec4i/History-of-Crowdfunding.pdf>.
- General Rules and Regulations Securities Act 1933, 17 C.F.R.* (1982). Recuperado de <https://www.ecfr.gov/cgi-bin/retrieveECFR?gp=&SID=8edfd12967d69c024485029d968ee737&r=SECTION&n=17y3.0.1.1.12.0.46.176>.

- Hanks, S. (2016). *Towards a proposed framework for crossborder regulation of crowdfunding offerings*. Recuperado de <https://www.crowdcheck.com/blog/towards-proposed-framework-crossborder-regulation-crowdfunding-offerings>.
- Herrera, D., & Vadillo, S. (2018). *Sandbox Regulatorio en América Latina y el Caribe para el ecosistema FinTech y el sistema financiero*. Banco Interamericano de Desarrollo. Recuperado de <https://cdn.crowdfundinsider.com/wp-content/uploads/2018/04/Sandbox-Regulatorio-en-America-Latina-y-el-Caribe-para-el-ecosistema-FinTech-y-el-sistema-financiero-vf.pdf>.
- Howe, J. (2008). *Crowdsourcing; Why the Power of the Crowd is Driving the Future of Business*. [Versión Kindle] Recuperado de <https://www.amazon.com/>.
- Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). (2013). *Resultados de la Encuesta de Micro y Pequeña Empresa, 2013*. Recuperado de https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/publicaciones_digitales/Est/Lib1139/index.html.
- Instituto Peruano de Economía (IPE). (2009). *Evaluación de cambios normativos orientados a reducir el costo administrativo de la inscripción de valores mobiliarios en el Registro Público del Mercado de Valores*. Lima.
- International Organization of Securities Commissions. (2015). *Crowdfunding 2015 Survey Responses Report*. IOSCO Board. Obtenido de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf>
- Jain, P. (2018). *A Guide to Understanding Information Cascades*. Recuperado de <https://www.investopedia.com/articles/investing/052715/guide-understanding-information-cascades.asp>.
- Lakhani, K., Coles, P., & McAfee, A. (20 de agosto de 2007). Prediction Markets at Google. *Harvard Business School Case 607-088*.
- Latin American Private Equity & Venture Capital Association (LAVCA). (2017). *Market Spotlight: Peru VC*. Recuperado de <https://lavca.org/2017/07/26/market-spotlight-peru-vc/>.
- Latin American Private Equity & Venture Capital Association (LAVCA). (s.f.). *Latin American Startup Directory*. Recuperado de <https://lavca.org/vc/startup-directory/>.
- Le Jeune, S. (2016). *The Sharing Economy*. Recuperado de <https://www.schroders.com/getfunddocument/?oid=1.9.2606370>.
- Levingston, I. (28 de julio de 2016). Political Polls vs betting markets: Here's why they conflict. *CNBC*. Recuperado de <https://www.cnbc.com/2016/07/28/political-polls-vs-betting-markets-heres-why-they-conflict.html>.

- Ley 5/2015, Ley de Fomento de la Financiación Empresarial. (28 de abril de 2015). Recuperado del sitio de internet de la Agencia Estatal del Boletín Oficial del Estado: <https://www.boe.es>.
- Ley N° 26887, Ley General de Sociedades. (9 de diciembre de 1997). Recuperado del sitio web del Sistema Peruano de Información Jurídica : <http://spij.minjus.gob.pe>.
- Ley N° 27287, Ley de Títulos Valores. (19 de junio de 2000). Recuperado del sitio de internet del Sistema Peruano de Información Jurídica : <http://spij.minjus.gob.pe>.
- Ley N° 29038, Ley que incorpora la Unidad de Inteligencia Financiera del Perú (UIF-PERÚ) a la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (12 de junio de 2007). Recuperado del sitio de internet del Sistema Peruano de Información Jurídica : <http://spij.minjus.gob.pe>.
- Ley N° 29571, Código de Protección y Defensa del Consumidor. (02 de septiembre de 2010). Recuperado del sitio de internet del sistema peruano de información jurídica: http://spij.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp.
- Ley N° 29782, Ley de Fortalecimiento de la Supervisión del Mercado de Valores. (28 de julio de 2012). Recuperado del sitio de internet del sistema peruano de información jurídica: http://spij.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp.
- Ley para regular las instituciones de tecnología financiera. (9 de marzo de 2018). Recuperado del sitio de la Cámara de Diputados de México: <http://www.diputados.gob.mx>.
- Massolution. (2015). *2015CF The Crowdfunding Industry Report* . Recuperado de http://reports.crowdsourcing.org/index.php?route=product/product&product_id=54.
- McClure, B. (s.f.). *The Two Sides of Dual Class Shares*. Recuperado de <https://www.investopedia.com/articles/fundamental/04/092204.asp>.
- Microventures. (2014). *Accelerators vs. Incubators: What's the Difference?* Recuperado de <https://microventures.com/accelerators-vs-incubators>.
- Ministerio de la Producción . (2016). *Políticas Públicas para PYMEs en el Perú*. Recuperado de <http://www.sela.org/media/2262642/politicas-publicas-para-pymes-en-el-peru.pdf>.
- Oxera. (2015). *Crowdfunding from an investor perspective. Final report prepared for the European Commission Financial Services User Group*. Recuperado de https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/160503-study-crowdfunding-investor-perspective_en_0.pdf.
- PAD Escuela de Dirección de la Universidad de Piura. (2017). *Se lanza asociación de redes de inversionistas angeles con participación del PAD*. Recuperado de

<https://pad.edu/2017/05/25/se-lanza-asociacion-de-redes-de-inversionistas-angeles-con-la-participacion-del-pad/>.

Pitchbook. (s.f.). Recuperado de <https://pitchbook.com/>.

Programa Nacional de Innovación para la Competitividad y Productividad (Innovate Perú). (s.f.). *Historia*. Recuperado de <https://www.fincyt.gob.pe/quienes-somos/historia>.

Prosser, D. (2017). *Seedrs Claims Success For First Secondary Market Sales*. Recuperado de <https://www.forbes.com/sites/davidprosser/2017/06/16/seedrs-claims-success-for-first-secondary-market-sales/#71f473a74c65>.

Proyecto de Ley N° 3083/2017 – CR, Ley que regula el régimen jurídico de las plataformas de financiamiento participativo – PFP . (27 de junio de 2018). Recuperado del sitio de internet del Congreso de la República del Perú : <http://www.congreso.gob.pe/>.

PS14/4, The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet and the promotion of non-readily realisable securities by other media. (2014). Recuperado de la página web del Financial Conduct Authority <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf>.

Pub.L. 73-22,48 Stat 74, Securities Act of 1933. (27 de mayo de 1933). Recuperado del sitio de internet de la Securities Exchange Commission: <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html#secact1933>.

Pub. L. 73-291, 48 Stat. 881, Securities Exchange Act of 1934. (6 de junio de 1934). Recuperado del sitio de internet de la Securities Exchange Commission: <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html>.

Reglamento UE 2017/119 del Parlamento Europeo y del Consejo, Sobre el Folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE. (14 de junio de 2017). Recuperado de <https://www.boe.es/doue/2017/168/L00012-00082.pdf>.

Regulation Crowdfunding General Rules and Regulations. (30 de octubre de 2015). Recuperado del sitio de internet de la Securities Exchange Commission: <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>.

Resolución CONASEV N° 141-98-EF-94.10, Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios . (21 de octubre de 1998). Recuperado del sitio de internet del sistema peruano de información jurídica: http://spij.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp.

Resolución CONASEV N° 033-2011-EF-94.01.1, Normas para la Prevención del Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo. (22 de mayo de 2011). Recuperado del sitio de internet del sistema peruano de información jurídica: http://spij.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp.

- Resolución de Gerencia General 211-98-EF/94.1.1, Manual para el cumplimiento de los requisitos aplicables a las ofertas públicas de valores. (1994). Recuperado del sitio de internet de la Superintendencia del Mercado de Valores: <http://www.smv.gob.pe>.
- Resolución SMV N° 005-2012-SMV-01, Reglamento contra el Abuso de Mercado Normas sobre uso indebido de Información Privilegiada y Manipulación de Mercado. (05 de marzo de 2012). Recuperado del sitio de internet del sistema peruano de información jurídica : http://spij.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp.
- Resolución SMV N° 005-2014-SMV-01, Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada. (20 de marzo de 2014). Recuperado del sitio de internet del sistema peruano de información jurídica: http://spij.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp.
- Resolución SMV N° 006-2012-SMV-01, Aprueban Normas aplicables a denuncias y reclamos contra las entidades supervisadas por la Superintendencia del Mercado de Valores-SMV. (16 de abril del 2012). Recuperado del sitio de internet del sistema peruano de información jurídica: http://spij.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp.
- Resolución SMV N° 016-2015-SMV-01, Normas sobre preparación y presentación de Estados Financieros y Memoria Anual por parte de las entidades supervisadas por la Superintendencia del Mercado de Valores . (26 de agosto de 2015). Recuperado del sitio de internet del sistema peruano de información jurídica: http://spij.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp.
- Resolución SMV N° 019-2015-SMV-01, Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos . (18 de septiembre de 2015). Recuperado del sitio de internet del sistema peruano de información jurídica : http://spij.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp.
- Resolución SMV N° 021-2013-SMV-01, Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales . (26 de setiembre de 2013). Recuperado del sitio de internet del sistema peruano de información jurídica : http://spij.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp.
- Resolución SMV N° 025-2012-SMV-01, Reglamento del Mercado Alternativo de Valores MAV. (29 de junio de 2012). Recuperado del sitio de internet del sistema peruano de información jurídica: http://spij.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp.
- Resolución SMV N° 034-2015-SMV, Reglamento de Agentes de Intermediación. (19 de diciembre de 2015). Recuperado del sitio web del Sistema Peruano de Información Jurídica : http://spij.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp.
- Resolución SMV N° 039-2016, Normas sobre la organización de entidades que requieren autorización de la SMV . (16 de diciembre del 2016). Recuperado del

sitio de internet del sistema peruano de información jurídica:
http://spij.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp.

Resolución SMV N° 142-2014-SMV-02, Reglamento de Entidades Estructuradoras del Mercado de Valores . (21 de diciembre de 2014). Recuperado del sitio de internet del sistema peruano de información jurídica :
http://spij.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp.

Rose, N. (2016). *Equity Crowdfunding: The complete guide for startups and growing companies*. [versión Kindle]: Recuperado de <https://www.amazon.com/>.

Sadzius L. y Sadzius T. (2017) Existing Legal Issues for Crowdfunding Regulation in European Union Member States. *International Journal of Business, Humanities and Technology*, Volumen 7(3). 52-62.

Securities Exchange Commission (SEC). (2017). *Regulation Crowdfunding: A small entity compliance guide for issuers*. Recuperado de <https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm>.

Semana Económica. (2016). *Endeavor Perú lanzó red de inversionistas ángeles*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/mercados-y-finanzas/203077-endeavor-peru-lanzo-de-red-de-inversionistas-angeles/>.

Sharing España. (2017). *Los modelos colaborativos y bajo demanda en plataformas digitales*. Recuperado de <https://www.adigital.org/informes-estudios/los-modelos-colaborativos-demanda-plataformas-digitales/>.

Song, W. (2017). Bullish on Blockchain: Examining Delaware's approach to distributed ledger technology in corporate governance law and beyond. *Harvard Business Law Review*, Volumen 8. Recuperado de Harvard law review <http://www.hblr.org/2018/01/bullish-on-blockchain-examining-delawares-approach-to-distributed-ledger-technology-in-corporate-governance-law-and-beyond/>.

Soto, E. (2017). *Peru Venture Capital Conference Latin American VC - Insights from LAVCA Data*. Latin American Private Equity & Venture Capital Association. Recuperado de <https://lavca.org/wp-content/uploads/2017/07/UTEC-Ventures-Peru-Presentation-Elisabeth-Soto.pdf>.

Startup Peru. (s.f.). *Acerca de Startup Peru*. Recuperado de <http://www.startup.pe/acerca.html>.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs (SBS). (2017). *Carpeta de Información del Sistema Financiero*. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/>.

Superintendencia del Mercado de Valores. (2014). *El crowdfunding a través de la emisión de valores o aportes de capital y sus plataformas de internet no están autorizados*. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/NPCcrowdfundingEne14.docx.pdf>.

Surowiecki, J. (2004). *The Wisdom of the Crowd*. [Versión Kindle] Recuperado de <https://www.amazon.com/>.

Thomson Reuters. (2016). *Euronext hoping to tap into growth in crowdfunding*. Recuperado de <https://www.reuters.com/article/europe-markets-crowdfunding/euronext-hoping-to-tap-into-growth-in-crowdfunding-idUSL8N1684JR>.

Thorris, T. (2018) *Germany raises the Equity Crowdfunding Limit to €8 million*. Recuperado de: <https://www.crowdfundinsider.com/2018/06/135692-germany-raises-the-equity-crowdfunding-limit-to-e8-million/>

Villar, P. (08 de agosto de 2017). *ComexPerú: Mypes siguen aumentando pero fomalización no avanza*. El Comercio. Recuperado de <https://elcomercio.pe/economia/negocios/informalidad-micro-pequenos-negocios-peru-noticia-noticia-448518>.

Cunningham, W. (2012). *The Jobs Act, Crowdfunding for small business and startups*. New York: Apress.

