

FUNDAMENTOS DE LA REGULACIÓN DEL *CROWDFUNDING*: A PROPÓSITO DEL DECRETO DE URGENCIA 013-2020 QUE ESTABLECE EL RÉGIMEN JURÍDICO DEL FINANCIAMIENTO PARTICIPATIVO FINANCIERO

THE REGULATION OF CROWDFUNDING: REGARDING EMERGENCY DECREE 013-2020 WHICH ESTABLISHES THE LEGAL REGIME FOR FINANCIAL CROWDFUNDING

José Alonzo Jiménez Alemán*
Banco Central de Reserva del Perú

The financing market is one of the cornerstones for the promotion of entrepreneurship, innovation and job creation. In this regard, participatory financing (also known as crowdfunding) is positioned as an important credit tool that, among other characteristics, through technological innovation, creates a flexible ecosystem of direct intermediation that allows investors and promoters to connect on a massive scale. At the same time, it ensures an effective competition of financing sources in the credit market.

In this article, the author presents a general framework on crowdfunding and critically analyzes its regulation in the Peruvian legal system. Along the same lines, taking into consideration comparative experience, he proposes some regulatory recommendations in order to promote the growth of crowdfunding and ensure its proper functioning in the market.

KEYWORDS: *Crowdfunding; Superintendencia del Mercado de Valores; financiera participative financing; investors; management companies; promoters.*

El mercado de financiamiento es uno de los ejes de la promoción del emprendimiento, innovación y la creación de empleo. En ese orden de ideas, el financiamiento participativo (o también denominado crowdfunding) se posiciona como una herramienta de crédito importante que, entre otras características, a través de la innovación tecnológica, crea un ecosistema flexible de intermediación directa que permite conectar de forma masiva a inversores y promotores. A su vez, asegura una competencia efectiva de fuentes de financiamiento en el mercado de créditos.

En el presente artículo, el autor expone un marco general sobre el crowdfunding y analiza críticamente su regulación en el régimen jurídico peruano. En esa misma línea, tomando en consideración la experiencia comparada, propone algunas recomendaciones normativas, a fin de potenciar el crecimiento de la figura y garantizar su adecuado funcionamiento en el mercado.

PALABRAS CLAVE: *Crowdfunding; Superintendencia del Mercado de Valores; financiamiento participativo financiero; inversionistas; sociedades administradoras; promotores.*

* Abogado. Máster en Derecho de los Sectores Regulados por la Universidad Carlos III de Madrid. Especialista Legal Senior de la Subgerencia de Asesoría Legal en Asuntos Financieros de la Gerencia Jurídica del Banco Central de Reserva del Perú (Lima, Perú). Contacto: alonzo.jimenez@pucp.pe

Nota del Editor: Este artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THÉMIS-Revista de Derecho el 7 de enero de 2021, y aceptado por el mismo el 15 de junio de 2021.

I. INTRODUCCIÓN: IMPORTANCIA DEL *CROWDFUNDING* EN EL CONTEXTO ACTUAL

El funcionamiento del mercado de financiación es uno de los ejes de la promoción del emprendimiento, innovación y la creación de empleo, cuyo principal proveedor suele ser la banca tradicional. No obstante, ¿qué ocurre cuando este sector no cubre las necesidades de pequeños y medianos emprendimientos? En este contexto nacen iniciativas que pretenden cubrir los vacíos generados, a través de mecanismos de intermediación que permitan conectar (de forma masiva) a inversores con agentes demandantes de financiamiento. Esta idea es potenciada con el uso de tecnologías de la información, a fin de ampliar los canales de captación de inversores.

Nos referimos al 'financiamiento participativo' o *crowdfunding*¹. Con esta herramienta se crea un escenario de intermediación directa, el cual consiste en un ambiente tecnológico (plataforma) en el que pueden contactarse 'directamente' promotores e inversores. El *crowdfunding*, a través de la innovación tecnológica, crea un ecosistema flexible, de compromiso colectivo, que tiene como meta convertirse en una alternativa en el mercado. En ese orden de ideas, el *crowdfunding* es concebido como un mecanismo alternativo al de la banca tradicional, por lo cual su promoción impulsa una competencia efectiva en beneficio de los consumidores (Kirby & Worner, 2014).

Sumado al valor intrínseco del *crowdfunding*, existe un factor que mejora su posición como servicio sustituto al financiamiento tradicional y es que no solo se trata de un espacio de interacción con los potenciales inversores, sino también representa un mecanismo de validación de la idea de negocio a partir de los puntos de vista e información de terceros, y funciona también como una herramienta publicitaria².

El crecimiento del *crowdfunding* como herramienta de financiación alternativa viene generando el interés de los países por ordenar la actividad y mitigar los fallos de mercado que vienen presentán-

dose desde hace un tiempo. Por ejemplo, el legislador español decidió regular esta actividad económica, a través de la Ley 5/2015 de 27 de abril, de fomento a la financiación empresarial (en adelante, Ley 5/2015). También mereció la atención de la Unión Europea (en adelante, UE) que aprobó el Reglamento 2020/1503, del 07 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas (en adelante, Reglamento 2020/1503)³.

En el Perú se aprobó una regulación en materia de financiamiento participativo, mediante Decreto de Urgencia 013-2020 del 23 de enero de 2020, cuyo proyecto de reglamento⁴ fue publicado para comentarios por parte del Superintendencia de Mercado de Valores (en adelante, SMV), organismo encargado de asumir la competencia regulatoria y de gestión de la industria. Finalmente, se aprobó el Reglamento de la actividad de financiamiento participativo financiero y sus sociedades administradoras, a través de la Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02 del 20 de mayo de 2021⁵.

En este contexto, el presente artículo tiene por objeto brindar un panorama general del *crowdfunding* y los fundamentos de su regulación, a fin de realizar algunas críticas constructivas al régimen jurídico peruano, y plantear algunas recomendaciones para continuar motivando su desarrollo. La experiencia comparada es valiosa para entender el norte de la industria y la postura del regulador en este nuevo escenario de interacción financiera.

II. ASPECTOS GENERALES: DEFINICIÓN, TIPOS Y FUNCIONALIDAD DEL *CROWDFUNDING*

A. Avances conceptuales del *crowdfunding*

De acuerdo a Kirby y Worner (2014), el *crowdfunding* es una herramienta de financiación utilizada para la captación de pequeñas sumas de dinero cuya fuente es un largo número de individuos u organizaciones, que financian un proyecto empresarial o un préstamo personal. Se ha dicho también que el *crowdfunding* o financiación participativa

¹ En el presente artículo se hará referencia a *crowdfunding*, servicios de financiación participativa (referencia de a la normativa europea) o financiamiento participativo (referencia a la norma peruana) como sinónimos. La entidad intermediaria se identificará como 'sociedad administradora', 'plataforma' o 'proveedor de servicios de financiación participativa' (referencia a la normativa europea).

² Así lo establece el artículo 4 del Reglamento 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo del 07 de octubre de 2020 relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas.

³ Entrará en vigencia el 10 de noviembre de 2021 y es una referencia imprescindible.

⁴ Aprobado mediante Resolución SMV 012-2020-SMV/01, del 26 de noviembre de 2020.

⁵ Cabe indicar que las referencias al Reglamento se han realizado en la última revisión del artículo entre el 10 y 13 de junio de 2021, pues el presente artículo fue inicialmente redactado cuando el proyecto de Reglamento se encontraba sujeto a comentarios.

surge como una derivación del *crowdsourcing* que consiste en la puesta en común de recursos de cualquier tipo (ideas, bienes materiales e inmateriales, dinero) por una pluralidad indeterminada de personas interesadas en el éxito de un determinado proyecto, a través de internet y las redes sociales (López Ortega, 2016).

A través de las noticias se conoce que el origen del *crowdfunding* estuvo vinculado a proyectos de ayudas al desarrollo o de la cultura, instrumentados a través de donaciones o de pequeñas recompensas, pero que al incorporar una promesa de remuneración (retribución o reconocimiento) se han convertido en un nuevo modelo de financiación desarrollado sobre la base de las nuevas tecnologías. Este es el caso de la industria musical, en el que bandas como Radiohead han optado por este modelo de financiamiento para sus proyectos artísticos.

Su principal característica es el llamamiento multitudinario al ahorro público a través de una plataforma digital de acceso público, que establece las reglas para la interacción entre inversores y promotores (Alonso Espinosa, 2018; Moreno Serrano, 2016). Precisamente la nota característica del *crowdfunding* (y que llama la atención del regulador) es la naturaleza del llamado al ahorro del público en general. En atención a ello, nos parece adecuada la definición que propone Vieira Dos Santos (2017, cap. I): “[i]n our understanding, Crowdfunding is a form of financing projects and activities, with resource at online platforms, through an open call for investment of the public (crowd)”.

B. Característica básica de este mercado: *Two side market*

El *crowdfunding* genera un mercado multilateral o de dos lados (*two-sided* o *multi-sided markets*), el cual se caracteriza por facilitar la presencia de dos o más grupos de usuarios cuyo beneficio deriva de la interacción entre los mismos. En efecto, se trata de mercados que operan sobre segmentos interdependientes de usuarios, que se benefician mutuamente de un efecto de red, en definitiva, del efecto que para que uno de los lados del mercado reciba valor, debe existir otro (Rodríguez Martínez, 2018).

En el caso en particular, nos referimos a los dos mercados a los que está expuesta la plataforma. Por un lado, al mercado de intermediación directa que está conformado por agentes superavitarios que buscan alternativas de inversión; y, por otro, el mercado de financiación, en el que interactúan agentes en busca de fondos para emprender actividades económicas. En este contexto, la plataforma cumple el rol de conectar ambos mercados. Este tipo de interrelación puede ser leída de la siguiente forma: mientras mayor número de agentes superavitarios utilicen la plataforma, más atractivo será el ecosistema para los agentes demandantes de financiamiento.

Considerando que el fenómeno se encuentra en una etapa inicial, se puede indicar que a la fecha no se ha advertido que los efectos de red (propios de este tipo de mercados) constituya un problema en el funcionamiento del mercado como sí lo representa en el mercado de los sistemas de pago encabezado por Visa y Mastercard⁶ (Delgado & Pérez Asenjo, 2009).

C. Tipos de *crowdfunding*

El *crowdfunding* puede ser clasificado en dos grandes grupos: (i) no remunerativo y (ii) remunerativo. En el primer grupo, encontramos al *crowdfunding* basado en donaciones y recompensas. En ambos casos los financistas no persiguen un ánimo de lucro en su participación, sino más bien la motivación es de orden filantrópico o simplemente altruista. Se ha dicho que este tipo de campañas fueron las primeras en aparecer, principalmente para proyectos musicales como los de Radiohead o Estopa.

La diferencia entre estas categorías es que, en el no remunerativo, la recompensa a los financistas consiste en una prestación no financiera, como un ‘reconocimiento’ o ‘gesto de agradecimiento’ del promotor, tales como la invitación al estreno de la obra, un reconocimiento expreso, descuentos en las producciones, entre otros. No puede negarse que el elemento de la recompensa es clave para muchos financistas o entidades, motivo por el cual también se le denomina prepago, pues se ha utilizado para prepagar servicios o productos, o recibir una contraprestación no financiera con un valor económico cercano a la financiación facilitada (Ló-

⁶ En el mercado de servicios de pago físico se ha podido advertir los efectos de red, propios de infraestructuras de procesamiento y compensación de pagos, encabezadas por Visa y Mastercard. En el caso peruano, se pudo advertir la interrelación entre el mercado de emisión de tarjetas (usualmente encabezado por las entidades bancarias) y el mercado de adquisición (en el caso de Visa, a cargo de una empresa denominada Visanet), en el que los comercios se cometieron a los efectos de red que generó la posición de Visa en el mercado. Ello se traduce en la siguiente situación: en la medida de que la mayoría de las tarjetas de débito y crédito fueron emitidas con la marca Visa (y por ende procesadas con su infraestructura tecnológica), los comercios se vieron obligados a contratar los servicios de adquisición de Visanet.

pez Ortega, 2016). Es posible afirmar que es uno de los más exitosos, tal como lo ha descrito Vieira Dos Santos (2017):

If the reward has a low value, that can be considered symbolic, we are facing a mixed donation. «In these situations, there is place for a strong commitment to a steady growth, instead of giving priority to quick profits normally imposed by shareholders».

In the other hand, the contribution of the funder may correspond to the value of the reward. Therefore, the contractual link here can be a purchase contract or a service agreement, in which the funder anticipates paying the price so the beneficiary can have the necessary funds to develop the project or activity. This model of pre-sale has a major success. In fact, the Crowdfunding campaign which had more funds in the world used this pre-sale model, being about a computer game called Star Citizen that raised 105 million dollars in Kickstarter, a reward-based Crowdfunding platform from the United States of America (cap. III.5.2).

En el segundo grupo (de base remunerativa), encontramos el *crowdfunding* de valores y al *crowdlending* (préstamos). En el primer caso, los inversionistas participan en el capital social de la empresa beneficiaria o comprando deuda emitida por el promotor del proyecto. Los inversores reciben acciones, participaciones o títulos de deuda en proporción a su aporte. Estamos frente a una emisión primaria de valores que usualmente no son comercializados en mercados secundarios (Kirby & Worner, 2014), por lo cual la expectativa del inversionista se concentra en el proyecto (como en el caso del *project finance*). Asimismo, el emisor de este tipo de valores tampoco tiene la obligación de registrarlos.

El *crowdlending* es un préstamo que puede realizarse en cualquiera de las formas conocidas en el mercado: persona-persona (en inglés, *peer to peer* o P2P), persona-negocio (en inglés, *person to business* o P2B), negocio-persona (en inglés, *business to person* o B2P) o negocio-negocio (en inglés, *business to business* o B2B). Lógicamente, la contraprestación por el servicio es el interés que la partes

pactarán y –seguramente– se encuentra previamente establecido en los términos del proyecto.

Respecto de su **potencial**, se ha señalado que sería un estímulo a la competencia en el mercado de créditos, principalmente en los sectores desatendidos por la banca tradicional (como es el caso de los pequeños y medianos emprendimientos). No obstante, consideramos que su participación también puede extenderse a los sectores rentables (población económicamente activa, consumidores financieros con récord crediticios favorables, grandes empresas, etc.).

D. Descripción básica del funcionamiento de las plataformas

La estructura básica del *crowdfunding* considera tres partes: (i) promotores, (ii) inversionistas; y (iii) las plataformas que funcionan como intermediarias entre los dos primeros. Como puede suponerse, el promotor (denominado ‘receptor’ en la normativa peruana) es una persona natural o jurídica que busca financiamiento para desarrollar e implementar un proyecto de naturaleza cultural, artística, científica o de cualquier actividad económica. Los inversores son las personas naturales o jurídicas que financian los proyectos planteados por el promotor. Como indicamos, un aspecto clave del *crowdfunding* es el *open call* o llamamiento a los ahorros del público en general; por ende, el número de inversores suele ser indeterminado.

El último actor es la plataforma digital, la cual es dirigida por una sociedad administradora⁷, cuya labor principal es la selección de proyectos y facilitación de una herramienta de interacción entre promotores e inversores, bajo determinadas directrices para el acceso (principalmente para los promotores). Como se verá, la complejidad de su labor se concentra en el equilibrio de intereses al que debe aspirar en un contexto de multifuncionalidad, pues no solo tiene la labor de poner en contacto inversores con receptores, sino también es frecuente que preste servicios como el asesoramiento empresarial, consultoría en tecnología de información, entre otros⁸.

Gállego Lanau (2020) y Cuenca Casas (2019) han señalado que el papel de los proveedores de servicios

⁷ Para efectos del presente trabajo, los términos ‘plataforma’ y ‘sociedad administradora’ serán usados de forma indistinta para referirse a la persona jurídica o entidad que gestiona la plataforma de financiación participativa. Cabe indicar que la legislación peruana la denomina ‘sociedad administradora’.

⁸ Por ejemplo, en el caso de México, se permite que las instituciones de financiamiento colectiva puedan actuar como mandatarias o comisionistas de sus clientes, en atención al artículo 17 de la Ley para regular las Instituciones de Tecnología Financiera, en función de los parámetros que determine el ente regulador, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (2018). En el ámbito comunitario, el Reglamento 2020/1503 permite que las plataformas puedan cuantificar el precio de las ofertas de financiación participativa (art. 4.4, 2020) y presten el servicio de gestión individual de carteras (art. 6, 2020).

de financiación participativa no es de carácter técnico, automático y pasivo, es decir, no se limitan a transmitir neutralmente en la red una información producida por otros. Los proveedores tienen un papel activo en el control de la información transmitida y almacenada; así como en la realización de servicios subyacentes que inclinan el interés hacia una de las partes, como analizaremos. Considerando esta característica, podemos adelantar que no estamos frente a un agente que actúe de forma estrictamente neutral (como parecería exigirse en el caso peruano y se explicará más adelante).

Respecto del modelo, las plataformas pueden elegir entre dos: (i) *the all or nothing model*, en el que el financiamiento se otorga a los promotores siempre que se consiga el financiamiento mínimo para emprender el proyecto; y (ii) *the all for all model* en el que, independientemente de si se consigue o no el mínimo requerido, se otorga los fondos recaudados al promotor. Por lo general, el esquema elegido en la experiencia de otros países es el primero, a fin de mitigar el riesgo de fraude, como lo ha propuesto la SMV en su proyecto de reglamento⁹.

III. FUNDAMENTO DE LA REGULACIÓN: FALLOS DE MERCADO

La intervención del Estado en el ámbito del *crowdfunding* puede enfocarse en dos aspectos: (i) la promoción de su desarrollo por el impacto en la promoción de fuentes alternativas de financiamiento y, por ende, en la competencia en el mercado de créditos; y (ii) los fallos de mercado y el establecimiento de las reglas de conducta de mercado para la protección del inversor.

Respecto del primer punto, la promoción de la industria del *crowdfunding* obedece a razones muy vinculadas al desarrollo económico del país, como es el respaldo financiero a las pequeñas y media-

nas empresas (en adelante, pymes), pero también está vinculado a factores como la promoción del espíritu emprendedor de la sociedad, la creación de trabajo y, sobre todo, la innovación e investigación (Vieira Dos Santos, 2017). Bajo esta premisa, no es raro que muchos países hayan optado por otorgar beneficios tributarios para su promoción y algunas entidades públicas hayan decidido abrir su propia plataforma (como es el caso de Crowdfunding Bizkaia).

El segundo enfoque de la intervención del Estado en el *crowdfunding* (fallos de mercado y determinadas reglas de conducta) es el que ocupará nuestra atención, pues en este ámbito encontramos multiplicidad de factores que ameritarían regulación. Los fallos de mercado más comunes están vinculados a la asimetría informativa (selección adversa y riesgo moral), aunque también se ha podido verificar la existencia de poder de mercado y barreras de entrada. Se han resaltado otros fallos de mercado como los 'problemas de coordinación y corridas'¹⁰, los cuales no consideramos de una magnitud importante en una realidad como la peruana, sin perjuicio de lo cual deben ser evaluadas en función de la evolución del mercado de *crowdfunding*.

No obstante el enfoque con que se trabaje, no debe olvidarse que la razón más fuerte que justifica la intervención es la captación del ahorro público a través de mecanismos de comunicación masiva¹¹, pues de otra forma un préstamo o compra de acciones entre particulares no tendría que estar sujeta a la regulación del Estado. Como señala Moreno (2016, pp. 36-38), el valor del *crowdfunding* no radica en la financiación de un proyecto por un grupo de personas, sino más bien el uso de internet como forma de publicitar los proyectos y conseguir la financiación. Podemos resumirlo en la importancia del efecto multiplicador del internet (Rodríguez de las Heras Balell, 2016, pp. 373-374). En la misma lí-

⁹ La referencia más importante es el numeral 3 del artículo 40 del proyecto de reglamento, el cual establece que todos los proyectos deben tener un plazo máximo de recaudación. Precizando ello, el artículo 45 del proyecto establece que los proyectos deben tener un plazo máximo de captación de fondos de nueve meses. Finalmente, el artículo 47 del proyecto establece los temas operativos sobre el cierre del financiamiento, entre otros, indicando un aviso previo antes de que finalice el plazo, la forma y plazo para la transferencia de fondos.

¹⁰ Este tipo de problemas surgen cuando se necesitan inversiones simultáneas para que ambas partes de un mercado sean rentables. Se trata de que las inversiones complementen la industria y la hagan crecer. Por ejemplo, para que el mercado de valores sea rentable se necesitan que exista inversión, es decir, compra y venta de valores. En el caso de *crowdfunding*, se descartan (en esta etapa) problemas de coordinación, pues la sostenibilidad y el crecimiento de la industria no depende de la comercialización de los valores o préstamos colocados por el proveedor de servicios de financiación participativa en un mercado secundario (que en muy pocos países ha desarrollado o está permitido), sino en la solvencia del promotor del proyecto. La falta de liquidez de los valores y préstamos colocados, así como la ausencia de un mercado secundario elimina la posibilidad de problemas de coordinación y corridas, que pueden generar –por ejemplo– que, producto de información 'no confirmada', el precio de un valor pueda descender, con el consecuente daño a los titulares.

¹¹ En esa misma línea, el preámbulo de la Ley 5/2015 señala que una de las características que sobresale en las plataformas de financiación participativa es la participación masiva de inversores que financian con cantidades reducidas pequeños proyectos de alto potencial.

nea de pensamiento, Alonso Espinosa sostiene que la circunstancia esencial que determina la activación de los sistemas de protección de la inversión propios del mercado primario de valores reside en la “apelación pública al mercado de capitales” (2018, p. 347), es decir, al llamamiento público a invertir, en especial a inversores inexpertos.

A continuación, se analizarán los principales fallos de mercado con sus respectivas medidas de mitigación.

A. Selección adversa y transparencia¹²

Este es el fallo de mercado más común en el ámbito del *crowdfunding* pues los inversionistas deben afrontar serios problemas de asimetría informativa respecto de los proyectos publicados en la plataforma, en tanto no tienen la garantía de que el promotor publique toda la información relevante del proyecto, pues el incentivo del promotor es ‘vender’ un producto, por ende, procurará omitir información poco favorable del proyecto.

Este problema se potencia en el *crowdfunding*, pues el ecosistema suele ser el nicho de financiamiento de aquellos promotores o proyectos que no cumplan con las condiciones exigidas por las entidades bancarias tradicionales, por ende, suelen requerir financiamiento los proyectos más riesgosos y opacos. La clave para mitigar esta falla de mercado es la **transparencia**. Sobre el particular, Cox, Hillman, Langevoort, Lipton y Sjostrom (1991, p. 1) afirman que decidir comprar o vender un valor mobiliario requiere información confiable sobre asuntos tales como la condición financiera del emisor, sus productos y mercados, su administración, y el ambiente regulatorio y de la competencia. Con esta información, los inversionistas pueden intentar hacer un estimado razonable del valor presente del paquete de derechos que la propiedad de un valor confiere.

En este contexto no cabe duda de que existe una gran diferencia entre el nivel de información que el propio emisor o promotor tiene respecto de su situación económica y financiera, que la que tienen los potenciales inversores. Por su parte, Gilson y Kraakman (1984) aportan un fundamento clave en la promoción de la transparencia y es que advirtieron que los niveles de eficiencia de un mercado están estrechamente vinculados con los sistemas de difusión y análisis de información, en el sentido de que menores costos de acceso y procesamiento de la información vinculada al emisor están asociados a mayores niveles de eficiencia del mercado.

Atendiendo a lo expuesto, la transparencia debería ser uno de los pilares de la intervención de la autoridad, pues como ya se ha dicho, los proyectos de *crowdfunding* suelen ser proyectos muy riesgosos y, por ende, la información que debe suministrar debe ser proporcional a ello. Se ha explicado que especialmente, en el caso del *crowdfunding*, existe evidencia sobre la falta de transparencia y los riesgos de la operación. Esto significa que los inversores no tienen conocimiento de todos los riesgos, y, por ende, el riesgo es mayor. Se ha demostrado adicionalmente que el retorno de la inversión depende del seguimiento de la inversión, por lo cual algunos países han elevado los requerimientos de transparencia (Kirby & Worner, 2014).

En este contexto, se vienen implementando algunas medidas que equilibran la posición de los inversionistas, tales como:

- a) Realizar un *due diligence* sobre la información del proyecto y el riesgo de crédito. Muchas plataformas vienen implementando nuevos métodos de *credit scoring* a través de herramientas como el *big data* (Cuenca Casas, 2019).
- b) Implementación del mecanismo de ‘crédito responsable’ (versus la evaluación del riesgo de crédito), lo cual involucra no solo analizar el patrimonio del promotor, sino el grado de esfuerzo que puede suponer el pago del crédito, que puede involucrar un análisis sobre la viabilidad del proyecto o la valoración de los recursos a su disposición. En esa línea, una buena práctica sería que las plataformas hagan públicos los datos de morosidad de los promotores (Cuenca, 2019).
- c) Que la plataforma invierta en todos los proyectos que selecciona bajo la directriz *skin in the game*, con lo cual se asegura la existencia de un *due diligence* propio de un inversionista (crítica que se exige en las administradoras de fondos de pensiones, incluso). En algunas jurisdicciones, como en Perú o España (con algunos matices), se limita la participación de la plataforma como inversionista, lo cual debería repensarse en atención a este tipo de medidas, como analizaremos.
- d) Que los promotores también sean responsables en el plano administrativo por la integridad, completitud, exactitud de la información que proporcionan.

¹² Para el desarrollo de este título, hemos tomado como referencia a Havrylchik (2018).

B. Riesgo moral e incentivos adecuados en la contratación¹³

Nos referimos al riesgo moral del promotor, es decir, el riesgo de que pueda utilizar de forma indebida el financiamiento. El riesgo de utilizar los fondos captados para otros fines, cometer un fraude, o simplemente incumplir el pago de los intereses o las utilidades que genere el negocio (alegando un retraso, asumiendo la penalidad o simplemente señalando que el proyecto falló). Todo esto es grave en un contexto en el que usualmente no es exigible un colateral o garantía del préstamo o inversión; y cuando el seguimiento del proceso de avance del proyecto lo debe realizar el propio inversionista.

Una estrategia para paliar los efectos de esta falla de mercado es condicionar los pagos al promotor. El esquema *all or nothing* es apropiado para que únicamente sea transferido el financiamiento que alcance el tope exigido por el promotor. Con ello, se evita que el promotor se vea tentado de utilizar el dinero para otros fines o adecuar las características del proyecto al monto recaudado. Una medida adicional es condicionar los desembolsos a determinados hitos, para lo cual es importante el seguimiento del desarrollo del proyecto.

Finalmente, es oportuno indicar que también es aplicable un mecanismo de alineación de intereses del tipo *skin in the game*, a fin de obligar a que la plataforma invierta en todos los proyectos que selecciona, para de esa forma tener cierto grado de certeza sobre la diligencia con que trabajaría. También podría exigirse una inversión mínima del promotor a fin de generar un incentivo positivo para mejorar la diligencia. El hecho de arriesgar su propio capital es un elemento que puede equilibrar los intereses de las partes. Como se ha visto en países como el Reino Unido, si bien esta situación puede generar conflictos de intereses que deben ser gestionados, es un gran dinamizador de la industria.

C. Poder de mercado y barreras de entrada¹⁴

Queremos hacer una breve referencia a este tema, pues es importante transmitir la experiencia de otros países. Como se sabe, el *crowdfunding* quiere ingresar a un mercado dominado por grandes entidades bancarias, quienes usualmente captan a los mejores proyectos o los promotores con mejor antecedente crediticio, mientras que las plataformas suelen tener como objetivo el mercado des-

atendido por la banca tradicional (lo cual, como dijimos, involucra más riesgo en la actividad de financiamiento del *crowdfunding*).

En este contexto, se ha advertido un problema en la penetración del *crowdfunding* a los mejores proyectos y sujetos con mejor capacidad de pago, y es la ausencia de una herramienta que permita a las plataformas tener información sobre los antecedentes positivos de las personas. Se ha dicho que la principal causa es que los principales bancos no comparten esta información a las centrales de riesgo de crédito; no obstante, en países como Perú, esto parece haberse superado por las características del registro que manejan las centrales de riesgo.

En materia de barreras estratégicas advertimos dos casos. En el Reino Unido la banca tradicional empezó a invertir en plataformas de *crowdfunding*, pues se advirtió que la regulación prudencial es menos exigente, con lo cual se estarían creando empresas con un poder de mercado que puede dificultar el acceso a nuevos participantes (situación que estaría permitida en la norma peruana, como se verá). Asimismo, en la medida de que las plataformas no son empresas prestadoras de servicios de pago, usualmente deben recurrir a la banca tradicional a fin de contratar alguno de sus servicios, situación que permite a los bancos tomar medidas en contra del desarrollo de la plataforma como es el cobro de tarifas más elevadas, o denunciar el acceso al sistema financiero vía el sistema de prevención de lavado de activos y financiamiento del terrorismo (situación que podría suceder en el Perú con la alternativa de creación de cuentas *escrow*).

IV. COMENTARIOS AL DECRETO DE URGENCIA 013-2020 Y SU REGLAMENTO

A. Aspectos generales de la norma

Con fecha 23 de enero de 2020 se publicó en el diario Oficial El Peruano, el Decreto de Urgencia 013-2020 (en adelante, DU), que promueve el financiamiento de las micro, pequeñas y medianas empresas (en adelante, mipyme), emprendimientos y *startups*; mientras que el 20 de mayo de 2021 se publicó la Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02 que aprobó su Reglamento (en adelante, Reglamento). El objeto de ambas normas es establecer el régimen jurídico de la actividad del financiamiento participativo financiero (en adelante, FPF), así como de las sociedades autorizadas para administrar las plataformas a través de las

¹³ Para el desarrollo de este título, hemos tomado como referencia los trabajos de Havrylchyk (2018) y Strausz (2017).

¹⁴ Para el desarrollo de este título, hemos tomado como referencia a Havrylchyk (2018).

cuales se realiza dicha actividad (artículo 15 del DU y artículo 1 de su Reglamento).

Se define el FPF como

la actividad en la que a través de una plataforma se pone en contacto a personas naturales domiciliadas en el país o personas jurídicas constituidas en el país, que solicitan financiamiento a nombre propio, denominados receptores, con una pluralidad de personas naturales, jurídicas o entes colectivos, denominados inversionistas, que buscan obtener un retorno financiero (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020, art. 18; Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021, art. 18).

Se reconoce como modalidades de FPF al *crowdfunding* de valores y al *crowdlending* (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020, art. 19; Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021, art. 4). Se excluye del ámbito de aplicación de la norma a todas aquellas modalidades que no persiguen un retorno financiero, así como aquellas donde solo participa un único demandante con un único oferente de fondos (que persiga retorno financiero), o cuando el financiamiento se realice con recursos propios de aquellas empresas gestoras de un medio de comunicación electrónico o digital¹⁵.

Cabe resaltar que las operaciones de *factoring* también se encuentran fuera del ámbito de aplicación de la norma (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021, art. 4.2), lo cual fue justificado (en países como España¹⁶), en tanto el *crowdfunding* no tiene por objeto el financiamiento ordinario de sus actividades (préstamos a corto plazo), sino proyectos empresariales¹⁷. Sin perjuicio de que no es objeto del presente trabajo realizar una crítica a esta excepción, es importante advertir la inconsistencia de limitar el *crowdfunding* a este tipo de operaciones por dos motivos:

- a) La potencialidad y éxito del *factoring* en el país se multiplicará con el uso de medios de divulgación masivos que significará la

captación de más ahorro del público. Sumado a ello, el público al que se encuentra dirigido no es necesariamente un público especializado.

- b) La norma también admite el financiamiento de proyectos personales que no es otra cosa que la financiación de asuntos domésticos, como puede ser la compra de un auto o la ampliación edificatoria de un inmueble.

Por otro lado, la ley establece que la SMV es la entidad competente para establecer el régimen jurídico de las sociedades administradoras de plataformas de FPF, de los servicios que puedan prestar y demás asuntos vinculados a su operación (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020, art. 21). Se le reconoce la facultad de establecer excepciones a las obligaciones, así como la potestad para tipificar infracciones e imponer sanciones a los agentes supervisados (con multas de hasta 700 UIT), entre otras medidas (como la suspensión o cancelación de la autorización, y medidas correctivas como restricciones tecnológicas para impedir su funcionamiento). Se precisa que no se encuentra dentro de su ámbito de supervisión los proyectos de financiamiento, receptores y la integridad de la información revelada, sin perjuicio de lo cual sí tienen competencia para determinar la información mínima que deben difundir.

Por su parte, se reconoce que el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (en adelante, Indecopi) es la autoridad competente para conocer las presuntas infracciones a las disposiciones contenidas en el Código de Consumo y en el Decreto Legislativo 1044, así como para imponer las sanciones y medidas correctivas que resulten aplicables (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020, art. 21.6).

Se plantea un régimen de acceso al mercado de las empresas que depende de la reglamentación de la SMV. Precisamente el Reglamento plantea un esquema de habilitación en dos etapas (común en el ámbito financiero): autorización de organización

¹⁵ Se ha tomado conocimiento de que la razonabilidad de la excepción es 'proteger' al inversionista. En caso exista un solo inversionista, se trata de un negocio P2P que no califica como financiamiento colectivo. Por otro lado, tampoco se encuentra dentro del alcance de la norma el financiamiento otorgado por la misma plataforma de comunicación digital a favor del promotor de un proyecto (no nos queda claro si, para estar fuera del ámbito de aplicación, la plataforma debe constituirse como único inversor).

¹⁶ Para revisar el sustento de la exclusión de las operaciones de *factoring* en el financiamiento participativo, véase el documento de preguntas y respuestas sobre *FinTech* que emitió la Comisión Nacional del Mercado de Valores (2019).

¹⁷ A nuestro juicio, no se trata de replicar lo que ocurre en otras jurisdicciones, sino también analizar los fundamentos de la regulación y analizar si es consistente o no establecer las mismas restricciones. En el caso del *factoring*, se ha obviado a uno de los principales pilares de la regulación: la captación del ahorro de público a través de medios masivos. Esta excepción, por el lado de las sociedades administradoras de emprendimientos de *crowdfactoring*, puede representar un gran 'alivio' por la carga regulatoria que no están obligados a cumplir, con lo cual la evolución de esta industria dependerá de las buenas prácticas que implementen empresas como Finsmart, que vienen realizando un gran trabajo.

y autorización de funcionamiento (2021, título II, cap. I & II, respectivamente). Dentro de los requisitos más importantes para la obtención de la autorización de organización advertimos los siguientes:

- a) Que los accionistas, directores y gerentes de la sociedad administradora, en todo momento, no deban estar incurso en los impedimentos contenidos en el Anexo B de las normas comunes a las entidades que requieran autorización de organización y funcionamiento a la SMV, aprobado mediante Resolución SMV 039-2016-SMV/01 (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021, art. 15.1).
- b) Los gerentes de la sociedad administradora deben contar con reconocida y demostrable capacidad o experiencia profesional, de acuerdo con el cargo a desempeñar, la naturaleza y complejidad de la operación. La capacidad profesional se acredita con el grado de bachiller, maestría o grado superior; mientras que la experiencia profesional con no menos de dos años (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021, art. 15.2). Cabe indicar que, en el proyecto de reglamento publicado en el mes de noviembre de 2020, la SMV propuso cuatro años como plazo de experiencia profesional mínimo.
- c) Un capital social de S/ 300 000 (trescientos mil soles) íntegramente aportado y pagado en efectivo (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021, art. 22). Cabe indicar que el proyecto de reglamento planteó un capital mínimo de S/ 400 000 (cuatrocientos mil soles), el cual podía cumplirse con una combinación de aporte en efectivo más una carta fianza bancaria que dé lugar a dicho monto¹⁸ ¹⁹. Sin perjuicio de ello, es preciso observar que el artículo 23 del DU ha señalado que el monto del capital dependerá de las operaciones y riesgos asociados a la actividad, por lo que sorprende la decisión adoptada por la SMV (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020).

Este requisito merece un comentario especial por el potencial de obstaculizar el

desarrollo de la industria. En primer lugar, debemos preguntarnos cuál es el objeto del requerimiento de un capital mínimo. La SMV, en la matriz de comentarios a la propuesta de reglamento²⁰, ha explicado que se trata de un parámetro prudencial que se aplica a todas las entidades bajo el ámbito de supervisión de la SMV, y que busca que estos cuenten con los niveles de solvencia necesarios para asumir las exigencias y responsabilidades para las que han sido autorizadas. Sobre el particular, es muy interesante lo señalado por la Asociación Peruana de Capital Semilla en la matriz de comentarios referida, lo cual es consistente con la naturaleza jurídica del *crowdfunding* explicada líneas arriba: “Si bien el capital mínimo es un aval de solvencia económica, se debe considerar que las administradoras solo serán conectores ‘*matchmakers*’ de oferta de inversionistas con demanda de financiamiento de proyectos. No son un intermediario financiero” (Superintendencia de Mercado de Valores [SMV], 2018).

Dada la naturaleza de las actividades de las sociedades administradoras, es oportuno replantearse los riesgos a los que se encuentra expuesta y si es necesario mantener un requerimiento de capital de esa magnitud. No debemos perder de vista que el modelo de negocio del *crowdfunding* es el de la **economía colaborativa** en el que el ‘mediador’ solo cumple una función de contacto. Véase también que sus responsabilidades en la custodia del dinero se han acotado bastante con las herramientas establecidas para viabilizar los servicios de pago involucrados. De hecho, como analizaremos, no le correspondería asumir a la sociedad administradora este tipo de servicios.

Respecto de los servicios que puede prestar la sociedad administradora, el Reglamento los clasifica en dos tipos: (i) obligatorios y (ii) adicionales. Los servicios obligatorios están vinculados principalmente a la provisión de la infraestructura tecnológica para el contacto entre inversores y receptores²¹, así como la recepción, selección y publicación

¹⁸ El importe máximo de la carta fianza debía ser del 40% del monto antes indicado (artículo 23 del proyecto de reglamento).

¹⁹ El Reglamento 2020/1503 prevé que los proveedores de servicios de financiación participativa dispongan, en todo momento, de salvaguardias prudenciales por un importe no menor de € 25 000 (veinticinco mil euros) o, en el caso de que resulte mayor, la cuarta parte de los gastos fijos generales del ejercicio anterior (con algunas condiciones) (2020, art. 11). Nótese la diferencia con la propuesta de reglamento de la SMV, lo cual nos alerta a que se explicita la justificación.

²⁰ Véase el documento emitido por la SMV (2018).

²¹ Los promotores de los proyectos que requieren financiación a través de las plataformas son denominados ‘beneficiarios’ por el DU, motivo por el cual se usarán de forma indistinta ambos términos.

de los proyectos (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021, art. 24). Asimismo, constituye un servicio obligatorio la “identificación, selección y clasificación” (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021, art. 42.1) a los receptores y los proyectos, sobre la base de una metodología que deberá ser accesible a los usuarios de la plataforma, a fin de optimizar el estándar de transparencia. Cabe indicar que el proyecto de reglamento de la SMV señalaba que este servicio obligatorio consistía en la identificación y clasificación de riesgos²², lo cual fue corregido por el Reglamento, pues entendemos que es una labor que excedía a las obligaciones de transparencia que natural y esencialmente deben cumplir las sociedades administradoras.

Respecto de los servicios adicionales, el DU solo previó los servicios de cobranza, no obstante, en el Reglamento se ha establecido un listado enunciativo de servicios y una cláusula general, con la que estamos totalmente de acuerdo, pues promueve la iniciativa de las sociedades administradoras (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021, art. 25). Los supuestos referidos son los siguientes:

- a) “Ofrecer herramientas, aplicaciones y otras utilidades que permitan al inversionista pre-seleccionar, sobre la base de criterios objetivos, entre los proyectos publicados, aquellos en los cuales invertir, antes de realizar su instrucción de inversión” (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021, art. 25.2). Este servicio adicional es consistente con lo dispuesto en el proyecto de reglamento²³, que dispuso expresamente que la información objetivamente provista a los inversores potenciales no constituye recomendaciones personalizadas o asesoramiento financiero, lo cual brindaba cierta claridad en el régimen jurídico aplicable a las sociedades administradoras en lo que respecta a asuntos vinculados a la transparencia de los proyectos.
- b) “Capacitación en materias asociadas con la actividad de FPF y asesoría en áreas de tecnología de la información, mercadeo,

publicidad y diseño para promocionar los proyectos” (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021, art. 25.3).

- c) Otros servicios adicionales siempre que estén asociados o complementen las modalidades de financiamiento participativo y no contravengan lo dispuesto en la normativa vigente. Para ello, la sociedad administradora deberá solicitar autorización al órgano competente de la SMV, adjuntando un documento en el que se describa el servicio (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021, art. 25.4).

En el ámbito de la protección al inversionista, el artículo 32 del DU faculta a la SMV para establecer los límites máximos de recursos a recaudar por proyecto, receptor e inversionistas, considerando su naturaleza y monto máximo de inversión en una operación. Las sociedades administradoras velan por el cumplimiento de tales límites. El artículo 31 del Reglamento definió los límites, de acuerdo al siguiente detalle (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021, art. 31.2):

- a) Límites por proyecto: Para proyectos personales el límite asciende a 50 UIT con un plazo máximo de financiamiento de tres (03) años. Por su parte, para proyectos empresariales se estableció un límite ascendente de 500 UIT²⁴ (inicialmente el proyecto de reglamento propuso un límite máximo de 250 UIT).
- b) Límites por receptor: que en el caso de las personas naturales asciende a 100 UIT y en el caso de personas jurídicas asciende a 750 UIT (el proyecto de reglamento solo estableció 500 UIT). Se realiza la misma crítica que el punto anterior sobre el desincentivo generado por este tipo de límites.
- c) Límites por tipo de inversionista: el inversionista no institucional tiene como límite el 20% del monto total de un proyecto, o el 20% del total de sus ingresos anuales o del total de su patrimonio (el que resulte mayor), considerando los últimos doce meses.

²² Se dice que las sociedades administradoras establecen libremente las metodologías a aplicar para el cumplimiento de dicho fin, a partir de los criterios y de los niveles de riesgo que la SMV establezca.

²³ Último párrafo del numeral 4 del artículo 25 del proyecto de reglamento.

²⁴ Estos límites son mirados con mucho cuidado en la experiencia comparada, a fin de evitar situaciones que se presten para el ‘arbitraje regulatorio’, esto es, supuestos en que una persona puede optar por someterse a la regulación que más le convenga, frustrando los objetivos de la regulación no elegida. Esto se ha visto mucho en el *crowdfunding*, pues muchas empresas prefieren ‘levantar’ capital a través de este mecanismo, pues las cargas regulatorias son menores, respecto de la normativa vinculada al mercado de valores. Véase el numeral 4 del artículo 20 del DU (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020).

A los inversionistas institucionales no se les aplica límites, sin embargo, debe garantizarse la pluralidad de inversionista en el proyecto, no pudiendo constituirse como único inversionista.

Un comentario general respecto a estos límites es que muchos emprendimientos se verían afectados, pues vienen publicando proyectos por montos mayores. Nos referimos principalmente a los límites aplicables a los receptores, lo cual ha sido oportunamente señalado en la matriz de comentarios al proyecto de reglamento. En este escenario se ha recomendado flexibilizar los límites a través de un esquema gradual que permita ampliar los límites conforme a las características de los proyectos.

Dentro de las principales obligaciones de las sociedades administradoras de plataformas de FPF se encuentran (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020, art. 25):

- a) Contar con metodologías y criterios para la evaluación y selección de los proyectos, los cuales deben ser publicados en la plataforma.
- b) Gestionar el riesgo operacional a través de planes de continuidad del negocio.
- c) Informar las características de los valores o de préstamos y los riesgos asociados con los mismos; así como de los servicios que presta, tarifas y demás gastos aplicables.
- d) Publicar toda información relevante sobre los receptores y los proyectos, tales como su situación financiera y evolución, respectivamente. El proyecto de reglamento exigió que también se publique la metodología para clasificar a los receptores y proyectos de acuerdo con el nivel de riesgos que implica para los inversionistas, y deberá estar sujeto a las directrices de la SMV (numeral 4 del artículo 24).
- e) Realizar advertencias y recabar las declaraciones del inversor sobre: (i) la publicación de proyectos en la plataforma no es una recomendación de inversión, ni la emisión de una opinión o garantía de obtención de retornos financieros para los inversionistas; (ii) los riesgos de pérdida total del dinero invertido; (iii) que no se encuentra dentro del ámbito de supervisión de la SMV los proyectos, los receptores, ni la información proporcionada a estos; así como (iv) declararse incompetente para resolver reclamos, denuncias de los receptores o inversionistas relacionados con los proyectos.

- f) Difundir –entre otra información– el número o porcentaje de incumplimientos, tasa de morosidad, tarifas y comisiones aplicables a los receptores e inversionistas.
- g) Adoptar las políticas y procedimientos necesarios para prevenir los riesgos asociados a conflictos de intereses vinculados con su actividad.
- h) Realizar sus funciones con imparcialidad, lealtad y diligencia.
- i) Segregar las cuentas donde se gestionen recursos propios de la sociedad administradora, de aquellas cuentas en las que se canalicen los fondos de los receptores e inversionistas.
- j) Durante la recaudación de fondos se debe actualizar diariamente el estado de participación de tales fondos para el desarrollo de los proyectos de FPF. El proyecto de reglamento propone que la plataforma advierta la participación de inversionistas institucionales (numeral 7 del artículo 30).

El DU prohíbe que las sociedades administradoras realicen las siguientes actividades (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020, art. 26):

- a) Recibir en las cuentas donde se gestionen los recursos propios de la sociedad administradora, fondos de los receptores o inversionistas obtenidos como consecuencia del ofrecimiento de valores o préstamos;
- b) Conceder créditos o préstamos a los receptores, o inversionistas;
- c) Asegurar a los receptores la recaudación de los fondos;
- d) Garantizar a los inversionistas la obtención de un retorno financiero o la devolución de los fondos;
- e) Realizar recomendaciones personalizadas a los inversionistas sobre los proyectos de FPF que se ofrezcan en su plataforma;
- f) Participar, directa o indirectamente, como receptores o inversionistas en proyectos de FPF que se ofrezcan a través de la plataforma bajo su administración;
- g) Reconocer como receptores a emisores de valores inscritos en el Registro o a las entidades que se encuentren bajo supervisión de

la Superintendencia de Banca y Seguros del Perú (en adelante, SBS).

La normativa aprobada también establece las características y condiciones del funcionamiento del financiamiento participativo (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020, art. 28), siendo los más resaltantes los siguientes:

- a) Los proyectos son de tipo personal o empresarial, y es desarrollado íntegramente en el territorio peruano (numeral 1).
- b) Debe existir un objetivo de financiamiento y plazo máximo de recaudación (numeral 2).
- c) Se reitera que los beneficiarios, proyectos y la información contenida en este no están bajo la supervisión de la SMV (numeral 4). La norma establece que los receptores sí son responsables por la integridad de la información proporcionada (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020, art. 30.1).
- d) La sociedad administradora no responde por la viabilidad de los proyectos de FPF, ni por la rentabilidad del mismo (art. 28.3). No obstante ello, el DU abre la posibilidad de extender la responsabilidad de las sociedades administradoras, cuando la inexactitud, falsedad u omisión en la divulgación de la información le resulte atribuible (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020, art. 30.2).
- e) Los receptores no pueden publicar simultáneamente el mismo proyecto en más de una plataforma (art. 28. 5).

B. Comentarios y propuestas al ámbito de aplicación de la norma

El artículo 15 (“Alcance”) establece que las disposiciones contenidas en el presente título tienen como objetivo establecer el marco jurídico para regular y supervisar la actividad del FPF (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020). Por su parte, el artículo 18 del DU establece que el FPF es una actividad realizada a través de una plataforma que pone en contacto personas naturales “domiciliadas en el país” o personas jurídicas “constituidas en el país” que solicitan financiamiento a nombre propio (receptores) con una pluralidad de personas (inversionistas) que buscan obtener un retorno financiero (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020).

Sobre el particular, debemos llamar la atención a que el factor de conexión de la actividad económica con la legislación peruana es el domicilio o consti-

tución del ‘receptor’, obviando cualquier referencia al domicilio o constitución de los ‘inversionistas’. Es más, la SMV, en la matriz de comentarios al proyecto de reglamento, ha señalado que la finalidad del DU es establecer medidas que contribuyan a mejorar el acceso al financiamiento de las mipyme –finalidad que no se condice con la participación de receptores no domiciliados o no constituidos en el Perú– y el financiamiento de proyectos desarrollados fuera del país (2018). Sobre el particular, es preciso hacer referencia a la piedra angular de la regulación sobre *crowdfunding* que es la protección de los inversionistas (ahorro del público).

Tal como se encuentra redactado el ámbito de aplicación de la norma, no se estaría protegiendo el ahorro del público peruano, sino el ahorro de cualquier persona natural o jurídica que contrata con un ‘receptor’ domiciliado o constituido en el Perú. Por ejemplo, estaría ‘escapándose’ de la regulación aquellos emprendimientos de personas jurídicas constituidas en el extranjero cuyo objetivo son los inversionistas peruanos para un proyecto que se desarrollará en Perú.

Atendiendo a esta situación es que encontramos mucho fundamento en el planteamiento de la normativa española. Precisamente el artículo 47 de la Ley 5/2015 (2015) establece un ámbito de aplicación consistente con el objetivo de la regulación de *crowdfunding*, que se manifiesta en las siguientes premisas:

- a) Estarán sujetas a la regulación las plataformas que ejerzan la actividad en el territorio nacional, al igual que los inversores y promotores (numeral 1). Como puede observarse, se prescinde de toda referencia al domicilio o la constitución pues lo importante es que la ‘intermediación’ se realice en el territorio español. No importa si la plataforma se constituyó en Argentina o Italia, pues lo clave es determinar si se dirige al público domiciliado en España.
- b) Se plantea que no estará dentro del ámbito de aplicación de la norma cuando un residente en España participe por iniciativa propia (como inversor o promotor) en una plataforma con domicilio social en el extranjero que preste los servicios de intermediación propios del *crowdfunding* (numeral 2). Lo que quiere la norma es que el ejercicio de ‘intermediación’ tenga como objetivo el cliente residente en España, por lo cual si el inversionista (por sus propios medios) toma conocimiento de una posibilidad de inversión en el extranjero, la regulación española no se le aplicaría.

- c) Atendiendo a lo anterior, se establecen dos supuestos consecuentes con las dos primeras premisas y son: (i) que no se considera que el inversor participa por iniciativa propia en un emprendimiento colgado en una plataforma, cuando esta anuncie, promocióne o capte clientes o posibles clientes en España; y, (ii) cuando la empresa dirija sus servicios específicamente a inversores y promotores residentes en territorio español (numeral 3). Ambos supuestos cierran la lógica regulatoria de la Ley 5/2015, que a nuestro criterio debería ser analizada por el legislador peruano para efectos de cubrir vacíos que puedan perjudicar el monitoreo del desarrollo de la industria.

Prescindiendo parcialmente de esta lógica, el Reglamento ha precisado que el ámbito de aplicación de la regulación comprende la actividad de financiamiento participativo que se realice en “territorio nacional” (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021, art. 1.1). Sin embargo, se indica que los proyectos de FPF deban desarrollarse íntegramente en el territorio peruano, lo cual no aporta a la lógica de aplicar la legislación a todo proyecto que se dirija directamente al inversor peruano. Además, el numeral 3 del artículo 1 de la normativa establece que la regulación no es aplicable a las actividades de receptores (promotores domiciliados en el Perú) e inversionistas en plataformas domiciliadas en el extranjero (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021). Esto quiere decir que la norma no se aplicará a la captación de inversionistas en el mercado peruano de proyectos que se realicen en el exterior.

Este análisis nos deja una interrogante adicional ¿deberían las plataformas domiciliadas en el Perú o extranjero que captan clientes en el extranjero para un proyecto que se desarrollará en Perú someterse a la regulación peruana? Esta pregunta exige algunas reflexiones que deben meritarse para afinar el ámbito de aplicación de la norma. En su oportunidad, le corresponderá a la SMV absolver estas interrogantes.

Por otro lado, quedan dudas sobre los vacíos que se generarían al momento de interpretar el alcance de “proyecto desarrollado íntegramente en Perú” (en esta época de prestación de servicios a distancia), pues puede ocurrir que el proyecto no sea íntegramente desarrollado en territorio peruano (pues puede formar parte de un plan de expansión internacional de un emprendimiento peruano que se ejecuta parcialmente en el extranjero). El proyecto de reglamento ha cerrado la posibilidad de que se publiquen proyectos que no son desarrollados en el territorio nacional (numeral 13 del

artículo 36), por ello es importante incidir en esta discusión, a fin de no truncar los objetivos de internacionalización de emprendimientos peruanos en busca de financiación.

Otro tema de interés es que el financiamiento objeto del *crowdfunding* en el Perú no se limita a un emprendimiento empresarial, sino también aplica a proyectos personales. Es decir, puede aplicar para el financiamiento de actividades empresariales o personales de personas naturales, como sería el caso de los créditos hipotecarios e incluso los vehiculares (aunque los límites cuantitativos y temporales antes señalados no lo hagan viable en términos financieros). Se debería de precisar o aclarar el alcance del término ‘proyectos personales’ a través de un documento de preguntas y respuestas, por ejemplo.

Finalmente, queremos llamar la atención a una excepción al alcance de la regulación establecida en el artículo 4 numeral 2, punto 2, en virtud del cual se excluye el supuesto en que un único demandante se ponga en contacto con un único ofertante de fondos a través de la plataforma; o cuando el financiamiento se realiza con los recursos propios de la empresa que gestiona la plataforma (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021). Sobre el particular, debemos indicar que –para nosotros– el objeto de la regulación del *crowdfunding* es la protección del inversor en el marco de un llamado al ahorro público, con lo que, si un proyecto publicado en una plataforma puede ser financiado por solo un inversionista, eso no debe interferir en la aplicación de toda la normativa aplicable.

La posibilidad de que más de un potencial inversor pueda conocer esta oferta de financiamiento participativo lo obliga al cumplimiento de todos los requisitos. Si lo que se quiere es evitar el cumplimiento de la exigencia, el receptor debe optar por un mecanismo de intermediación directa prescindiendo de la plataforma o por lo menos debe evitar que se publicite a través de esta herramienta. Entendemos la preocupación por la pluralidad de inversionistas, pero sería más consistente con los objetivos de la regulación el meritarse los mejores esfuerzos de la sociedad administradora para alcanzarlo, mas no consagrarlo como una finalidad en sí misma.

Asimismo, encontramos una contradicción (en el mismo DU), pues con la excepción vinculada a la empresa que gestiona la plataforma se le permitiría ser la única inversionista de un proyecto publicado en esta herramienta tecnológica, colisionando con la prohibición establecida en el artículo 26 numeral 6 de participar directa o indirectamente como inversor (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020).

C. Los servicios permitidos en el marco del financiamiento participativo financiero en el Perú

De acuerdo al DU (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020), dentro del catálogo de servicios que puede prestar una plataforma encontramos los servicios obligatorios, los servicios adicionales determinados por la SMV (art. 24), así como las actividades o servicios prohibidos (art. 26). Es decir, el funcionamiento de la plataforma se restringe a las actividades del artículo 24 y lo que disponga la SMV.

En contraposición, el Reglamento 2020/1503 si bien hace referencia a algunos servicios auxiliares (tales como la creación de un tablón de anuncios, la determinación del precio de un valor, la evaluación del riesgo de crédito de promotores y proyectos), no limita que las plataformas participen en otros servicios. Así pues, el artículo 12 del Reglamento 2020/1503 no hace ninguna referencia a exigir un objeto social exclusivo y el numeral 13 del precitado artículo establece que los proveedores de servicios de financiación participativa pueden participar en actividades distintas a las cubiertas por la autorización, de conformidad con la normativa vigente (2020).

Lo que se pretende en la UE es el reconocimiento de la multifuncionalidad de las plataformas y no limitar su actividad empresarial. Se estructura la norma pensando en que los servicios adicionales o auxiliares sean libremente determinados por cada operador, y proteger el interés de los inversores e integridad del mercado a través de las prohibiciones. Por ejemplo, si lo que se pretende es no permitir el tablón de anuncios (una especie de embrión de mercado secundario), debería explicitarse esta restricción antes de no consignarlo como un servicio adicional permitido, pues las características y necesidades de la industria se encuentran en permanente interacción y perfeccionamiento.

Bajo una razonabilidad similar, después de un período de deliberación, la SMV aprobó el Reglamento del FPF. Concretamente se ha permitido que las sociedades administradoras presten servicios adicionales no previstos expresamente por la norma, siempre que sean compatibles con el marco normativo vigente, previo procedimiento administrativo (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021, art. 25.4). Cabe indicar que el proyecto de reglamento no fue redactado en esa dirección, pues solo se previeron dos servicios adicionales: cobranza, y asesoría en tecnología de la información, mercadeo, publicidad y diseño para promocionar los proyectos.

D. La responsabilidad sobre el contenido de la información relevante del receptor y proyecto

Como señalamos, la transparencia en el mercado de capitales es una línea de actuación aplicable tanto al *crowdfunding* de valores como al *crowd-lending*, pues en ambos casos se comparte la especial necesidad de información de los inversores en un contexto en el que los emisores o promotores cuentan con más información y estiman mejor los riesgos del emprendimiento que inician. En este punto, queremos incidir en la responsabilidad de cada uno de los agentes involucrados en el ámbito de la información.

1. Responsabilidad del receptor y la plataforma

La norma peruana establece que la obligación de entrega de información recae tanto en el 'receptor' de la inversión como en la sociedad administradora. Por un lado, el DU establece que las sociedades administradoras tienen la obligación de "publicar toda la información relevante sobre los receptores y los proyectos de financiamiento participativo financiero" (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020, art. 25.4), por ejemplo, la actualización de los aportes o la información transmitida por el receptor. En ese sentido, el artículo 30 señala que los 'receptores' difunden, a través de las plataformas, la información mínima que determine el regulador, así como aquella requerida por la plataforma, actualizándola, de ser necesario (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020).

Asimismo, el artículo 31 dispone que el 'receptor' es responsable frente a los inversionistas respecto de la integridad, cantidad, veracidad y actualización de la información que difunda a través de las plataformas y responde en caso haya suministrado información contraria a lo exigido por el DU (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020). No obstante, agrega que la responsabilidad **puede extenderse** a la sociedad administradora, en aquellos casos en los que la inexactitud, falsedad u omisión en la divulgación de la información le resulte atribuible. Esto es confirmado por el Reglamento, el cual establece que "la responsabilidad puede extenderse a la Sociedad Administradora, en aquellos casos en los que la inexactitud, falsedad u omisión en la divulgación de la información le resulte atribuible o le resulte conocida" (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021, art. 45.4).

Sobre el particular, debemos señalar que la plataforma presta servicios de intermediación, cuyo objeto es seleccionar proyectos y poner en contacto a los promotores de estos con inversores. Usualmente no se les asigna la responsabilidad por la

completitud, calidad o integridad de la información, sino más bien les corresponde evaluar con la debida diligencia la adecuación del proyecto a los requisitos exigidos por ley. Es decir, se limita a realizar un examen y análisis del proyecto de forma superficial, esto es, sin centrarse en la rentabilidad o viabilidad del proyecto (Gállego Lanau, 2020).

Sin embargo, sí existen supuestos en que la plataforma es responsable por la información suministrada y han sido trabajados por doctrina especializada (Gállego Lanau, 2020). Hemos querido presentar los principales supuestos trabajados en Europa, para lo cual se adecuaron a nuestro ordenamiento jurídico:

- a) Por incumplir las obligaciones de información general sobre el funcionamiento de la plataforma y lo riesgos de la financiación participativa. El numeral 1 del artículo 25 establece que las sociedades administradoras deben contar con metodologías y criterios para la evaluación, y selección de los proyectos. Asimismo, la norma exige, en el numeral 3 del artículo 25, que se informe sobre las características de los valores o préstamos, así como los riesgos asociados a los mismos y las condiciones de financiamiento.

A pesar de ser una obligación de fácil atención (pues basta con publicar esta información en el portal) su incumplimiento podría generar incluso la nulidad del contrato con la plataforma por vicios en el consentimiento (Gállego Lanau, 2020).

- b) Por no recabar las expresiones del inversor. El numeral 10 del artículo 25 del DU establece como una obligación de las sociedades administradoras que requieran a los inversores una declaración donde indiquen, entre otros aspectos, que tienen conocimiento del funcionamiento y riesgos de este mecanismo, de la responsabilidad limitada de la plataforma, y que los receptores y sus proyectos no son supervisados o aprobados por la SMV.

Si bien es cierto esta expresión puede ser vista como un blindaje legal a favor de las sociedades administradoras, su incumplimiento puede generar que los inversores invoquen la nulidad del contrato con la plataforma. Se ha dicho que no correría la misma suerte el contrato de inversor entre el receptor y el inversor (Gállego Lanau, 2020).

- c) Por incumplir la obligación de publicar toda la información relevante sobre los recepto-

res y los proyectos ((Decreto de Urgencia 013-2020, 2020, art. 25.4). En el Reglamento, la SMV plantea algunos supuestos como la evolución del proyecto y la situación financiera del receptor; no obstante, aún no termina siendo muy precisa la referencia a información relevante, motivo por el cual deberá analizarse caso por caso (artículos 24 y 42). Esta obligación podría incluir la de difundir el contenido mínimo exigido por la normativa vigente.

Un tema importante es que la norma establece el nivel de diligencia con que debe conducirse la plataforma, pues el verbo rector de la obligación es 'publicar', por ende, debe descartarse cualquier referencia a 'conseguir' u 'obtener' información por sus propios medios. Entonces, el incumplimiento sería no publicar información que tenía disponible sobre determinado receptor o proyecto.

- d) Incumplimiento sobre la integridad de la información. De acuerdo con el DU, los receptores son responsables de la integridad, suficiencia y comprensión de la información difundida a través de la plataforma (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020, art. 30.1 & 31.1). Sin embargo, el numeral 2 del artículo 31 extiende la responsabilidad a la sociedad administradora en aquellos casos en los que la inexactitud, falsedad u omisión en la divulgación le resulte atribuible (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020). Sobre el particular, a continuación vamos a presentar algunas situaciones:

- Siempre que el origen de la información sea el receptor (promotor), si la información difundida es falsa o existen omisiones relevantes no será responsabilidad de la plataforma.
- Si las informaciones falsas, engañosas u omisiones relevantes son generadas por la plataforma, o alguna persona vinculada a este, entonces será responsable.
- Cuando no se publique correctamente la información suministrada por el receptor, la sociedad administradora también será responsable. Esto podría generarse por una omisión de información relevante (efectivamente transmitida por el receptor) o por la modificación de la información relevante por motivos comerciales.
- Cuando la plataforma conoce que la información es falsa y aun así la publica

también debe responder la sociedad administradora.

- Un supuesto aún más discutible es cuando, aun no teniendo conocimiento de que la información suministrada es falsa, existen alertas o indicios más que razonables para sospecharlo. Si la plataforma ignora estas señales, se puede alegar que no está actuando con diligencia y lealtad (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020, art. 25.8) y, por ende, le corresponde responder frente a los inversores.
- e) Por incumplimiento en la identificación y clasificación de los receptores y de los proyectos (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020, art. 24.3). Si bien es cierto que se les otorga libertad a las sociedades administradoras para establecer la metodología a aplicar, esta debe ceñirse a los criterios y niveles de transparencia que establece la SMV. Sobre el particular, el Reglamento de la SMV ha señalado algunas pautas que deben considerarse para la elaboración de la metodología de nivel de riesgos, tales como: (i) publicar información del sector, industria y localización del proyecto; (ii) en caso de préstamos, debe analizarse la solvencia económica del receptor; (iii) en caso de valores, se debe analizar el historial de negocio y experiencia de los receptores realizando actividades relacionadas al proyecto; y (iv) la clasificación de riesgo del proyecto sobre la base una metodología previamente informada (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021, arts. 24. 3 & 42).

Sobre el particular, se ha dicho que la prestación de este servicio aleja a las plataformas de ser meros escaparates donde se publican los proyectos de los promotores; por ende, se debe exigir un sistema de responsabilidad específico, como ocurre con las agencias de calificación crediticia, quienes responden por negligencia grave (Gállego Lanau, 2020). Como puede advertirse, si bien es cierto que el proyecto de reglamento de la SMV delimita la actuación de la plataforma en muchos casos, en otros, aún queda un nivel de discrecionalidad fuerte, por ejemplo, al momento de evaluar el proyecto en sí mismo, por lo cual la responsabilidad de la platafor-

ma está muy presente en este ámbito de la evaluación de riesgos de los proyectos.

2. Responsabilidad de la SMV

Respecto de la SMV, en el DU se ha reiterado que los proyectos de FPF, los receptores, y la integridad y veracidad de la información revelada por estos no están bajo la supervisión de la SMV, no obstante, sí puede establecer los estándares de conducta de mercado (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020, arts. 21.3, 25.4 & 28.4). Es decir, 'te regulo, pero no te superviso'.

Esta situación trae una primera implicancia que es la ausencia de un mecanismo que promueva o incentive el cumplimiento de la normativa en materia de transparencia, especialmente a los receptores. Si bien es cierto que existen sectores en que la regulación carece de un régimen de incentivos o sancionador explícito (principalmente debido a la madurez del sector y sus agentes), no parece ser la lógica en este sector (aún joven), en el que la regulación europea, por ejemplo, reprime inconductas de la plataforma y del receptor²⁵.

De lo que se trata no es seguir a milímetro cada proyecto, sino institucionalizar el *crowdfunding*, a través de una entidad que proteja al inversor frente al receptor en temas neurálgicos, lo cual –sin duda– no está cubierto por la competencia del Indecopi, quien solo podría ocuparse de los conflictos generados a propósito de la relación de consumo inversionista-plataforma y receptor-plataforma. Es un asunto en el que se requiere ser consecuente, pues da la sensación de que, por un lado, se limitan mucho las actividades de las plataformas; y, por otro, se quiere ser muy laxos con la supervisión de su funcionamiento y se brindan muchas facilidades para la operación.

E. La imparcialidad como directriz de funcionamiento para las sociedades administradoras y la gestión de los conflictos de intereses

Como se ha podido advertir, el funcionamiento de las plataformas de *crowdfunding* involucra la prestación de servicios tanto a promotores como a inversores, pues –inicialmente– pone a disposición de ambos un ambiente de interacción de intereses económicos, en el que podría desarrollarse con cierta imparcialidad, motivo por el cual el propio

²⁵ Artículo 23 del Reglamento 2020/1503 (2020):

9. Los Estados miembros velarán por que la responsabilidad por la información que figure en una ficha de datos fundamentales de la inversión recaiga, como mínimo, en el promotor del proyecto o en sus órganos de administración, dirección o supervisión.

DU y su Reglamento exigen un comportamiento en este sentido (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020, art. 25.8; Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, art. 32.2).

Nuestro interés en este apartado es demostrar que la imparcialidad no puede ser interpretada como una directriz irrestricta en el funcionamiento de las plataformas de *crowdfunding*, motivo por el cual queremos adentrarnos en su **funcionamiento contractual**. De acuerdo con diversos autores, el contrato de mediación o corretaje es la categorización más cercana a las operaciones básicas del *crowdfunding*, pues coinciden sus elementos característicos (Alonso Espinosa, 2018, pp. 341-342; Lázaro Sánchez, 2018, pp. 30-31; Macanás Vicente, 2018, p. 76):

- a) No hay una relación de dependencia o representación.
- b) El promotor contrata los servicios de la sociedad administradora, con el objeto de que esta lo contacte de forma masiva con potenciales inversores y, de esa forma, facilitar la conclusión de un contrato.
- c) La sociedad administradora no actúa en representación de los inversores, pues su labor se limita a poner a su disposición las condiciones para que contraten. Esto la diferenciaría de otros tipos de contratos de gestión de intereses ajenos como es el contrato de comisión²⁶, aunque consideramos que, en determinados casos, pueda ser discutible, vista la actuación personalizada de la sociedad administradora.
- d) Es un servicio oneroso.
- e) El mediador realiza todos sus esfuerzos para contactar al promotor con potenciales inversores, motivo por el cual no suscribe un contrato de mediación con los potenciales in-

versores, a pesar de lo cual sí que presta servicios de sociedad de la información (desde el punto de vista de la regulación europea).

- f) La retribución normalmente responde a una obligación de medios, aunque en la práctica muchas plataformas pactan una retribución adicional por la obtención del resultado²⁷.
- g) La mediación se realiza en el mejor interés de las partes.

Sin perjuicio de ello, existe una característica que Macanás Vicente plantea como esencial –según nuestro parecer, discutible– la cual es la **imparcialidad** del mediador (2018, p. 98). Para sustentar ello, se hace referencia a doctrina civil italiana de inicios del siglo XX, la cual respalda el reconocimiento de la imparcialidad por la función económico-jurídica del contrato. Sobre el particular, debemos señalar que, a diferencia de España y Perú, el contrato de mediación en Italia es un contrato típico y responde a una muy elaborada doctrina, y a una particular ideología (Gázquez Serrano, 2007). Considerando ello, la principal fuente para interpretar los alcances del contrato no podría ser la doctrina o la normativa extranjera, sino más bien la jurisprudencia (en la que no hemos reportado nada sobre el particular) y la costumbre, en la que podemos advertir un marcado comportamiento tendiente a que el prestador del servicio incline sus intereses hacia la parte que paga por el servicio²⁸.

Por el contrario, parte de la doctrina ha identificado que el mediador **no siempre está obligado a actuar de modo imparcial**, sino que actuará en beneficio del comitente, procurándole la conclusión del negocio en las condiciones más ventajosas posibles. Atendiendo a ello, Gázquez Serrano (2007) señala que solo existen dos escenarios en los que el mediador debe actuar de modo imparcial:

- a) Cuando las dos partes acuden al mediador con la única finalidad de que medie en las

²⁶ Se ha defendido que el contrato que suscribe la sociedad administradora y el promotor es un contrato de comisión, pues se trataría de un **mandato** que tiene por objeto un acto de comercio (puesta en contacto con inversores). Se trataría de una obligación de presar un servicio por encargo de otra. Como puede observarse, el elemento más importante es realizar una actuación en beneficio de un tercero.

²⁷ En este punto, algunos autores sostienen que la naturaleza del contrato de mediación exige que las obligaciones sean de resultado (Alonso Espinosa, 2018). Sin embargo, Macanás Vicente (2018) explica que es compatible con el contrato de mediación la obligación de medios, y que más bien fue producto de la práctica contractual que se fue exigiendo el resultado como prueba de diligencias de las gestiones de contacto.

²⁸ No obstante, en el ámbito nacional, Vaisman-Araujo (2018) se inclina por defender la 'imparcialidad' de algunos intermediarios como son las 'plataformas digitales'. En doctrina nacional, Rivadeneira (1994) también sostiene la imparcialidad del 'corredor', aunque no desarrolla o justifica la natural desviación del interés del corredor por el pago de la retribución. A pesar de que no es el espacio para desarrollarla, nuestra posición se sustenta en que, efectivamente, el corredor o mediador no debe ser dependiente o representar a la persona que realiza el encargo, pero ello no significa que deba actuar de forma neutral o imparcial, sino más bien a prestar el servicio bajo sus propios recursos y lineamientos en el mejor beneficio de su cliente.

negociaciones preparatorias del contrato a concluir entre ellos.

- b) Cuando ambas partes son clientes del mediador y están vinculadas con este por sendos contratos de mediación, y el corredor considera que la oferta de una se ajusta a la demanda de la otra. La misión del mediador aquí debe ser eminentemente objetiva, tratando de conseguir la composición más justa de los intereses opuestos de ambas partes.

Como es razonable, en ambos casos se debe exigir una actuación imparcial del mediador, pues existe una relación contractual (remunerada) con cada una de las partes, lo cual es posible en la legislación española y peruana, pues estamos frente a un contrato atípico en el que prevalece la voluntad de las partes.

Estando a lo expuesto, podemos afirmar que la imparcialidad no es una característica inherente del contrato de mediación en España y Perú, pues estamos frente a un contrato atípico, por ende, el contenido negocial dependerá de la voluntad de las partes. Asimismo, como señalamos, otra razón de peso para descartar la imparcialidad son los usos y costumbres del mercado, en el que los intermediarios perciben una retribución por sus servicios y, por ende, sirven al mejor interés de su cliente. Un caso típico es el de corredor inmobiliario o de seguros, el cual debe actuar en el mejor interés de su cliente (el tomador del seguro)²⁹.

Adicionalmente a lo expuesto, un tema clave en este asunto es que —en la práctica— las plataformas de *crowdfunding* prestan servicios auxiliares como la publicidad de los proyectos, el asesoramiento empresarial a los promotores, mecanismos de ejecución de órdenes de inversión automática, alertas de inversión (que no calificación como asesoramiento al inversor), entre otros. No es menos común que la propia plataforma, en los países que

es posible en términos legales, pueda invertir en los proyectos de la propia plataforma o incluso constituirse como promotor³⁰.

Considerando la multifuncionalidad de las plataformas de *crowdfunding*, podemos denotar que no operan exclusivamente como un intermediario, sino que prestan servicios que naturalmente inclinan sus intereses hacia uno de sus clientes. En esa línea, participan incluso como inversores o promotores (cuya justificación se desarrollará cuando comentemos sobre estas prohibiciones en la normativa peruana), convirtiéndose en una especie de *market-maker*, pues crean un mercado interno de determinados productos para sus clientes (agentes superavitarios), asegurando así la liquidez que requiere el mercado de agentes deficitario.

Nuestra propuesta fue desarrollada en un trabajo más extenso (Jiménez Alemán, 2021) y, evidentemente, apuesta por la flexibilidad de los principios rectores con que se manejan los principales centros de negociación como son las bolsas de valores, en los cuales se exige estándares de imparcialidad bastante altos. En el análisis de la regulación española nos llamó la atención una excepción a la prohibición de los organismos rectores de participar por cuenta propia en el mercado, y que se aplicaba solo a un tipo de centro de negociación, denominado Sistemas Organizados de Contratación (en adelante, SOC)³¹, mediante el cual se le permitía negociar por cuenta propia aquellos instrumentos de deuda soberana para los que no existe mercado líquido³². Los argumentos presentados fueron utilizados para justificar la flexibilización en la regulación española de *crowdfunding*, la cual permite la participación de la sociedad administradora como inversora y promotora.

Sobre la base de lo expuesto, podemos afirmar que el funcionamiento del *crowdfunding* no ha exigido (desde un plano contractual o práctico) una imparcialidad o neutralidad irrestricta por

²⁹ En este caso, lo que la jurisprudencia española defiende es la independencia del corredor de seguro respecto de la compañía aseguradora, pues no debe tener ningún vínculo con esta (distinto al caso del agente de seguro que sí tiene una relación con la compañía aseguradora). Al respecto, revisar Sentencia del Tribunal Supremo 63/2007, de 07 de febrero de 2007.

³⁰ Por ejemplo, en el caso de México, el artículo 17 de la Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera (2018) permite que las instituciones de financiamiento colectiva puedan actuar como mandatarias o comisionistas de sus clientes, en función de los parámetros que determine la Comisión Nacional Bancaria y de Valores el regulador (CNBV) (la reguladora).

³¹ Según lo denota la Directiva 2014/65 del Parlamento Europeo y del Consejo (2014), un SOC es:

[un] sistema multilateral, que no sea un mercado regulado o un SMN en el que interactúan los diversos intereses de compra y de venta de bonos y obligaciones, titulizaciones, derechos de emisión o derivados de múltiples terceros para dar lugar a contratos (considerando 23).

³² En esa oportunidad, defendemos que la razonabilidad de esta excepción es que la iliquidez del valor no le permite al organismo rector **negociarlo** en un mercado secundario, por lo cual no representa un riesgo en el mercado de capitales desde la óptica del uso de información privilegiada y de la integridad del mercado. Asimismo, también puede decirse que la falta de liquidez de los valores es una característica que aleja este tipo de actividades de riesgos sistémicos.

parte del comitente (como lo establece el DU), por lo cual estas características responden más bien a un estándar de conducta que debe matizarse. Esta premisa puede ser confirmada con el Reglamento 2020/1503, el cual no ha elevado la 'neutralidad' al nivel de principio, sino que lo ha exigido como un estándar de comportamiento³³. En ese sentido, podemos indicar que lo más adecuado es asumir la existencia de conflictos de intereses y, como consecuencia de ello, descartar una conducta estrictamente 'imparcial' o 'neutral', correspondiendo más bien la gestión de los conflictos con la implementación de medidas razonables aplicables para cada caso en concreto.

Para ejemplificar la aplicación de esta regla de conducta, podríamos referirnos al caso en que se permita a la plataforma el uso de herramientas de filtrado (servicio usual en este ámbito), a fin de que el inversor pueda seleccionar los proyectos más afines con sus preferencias de inversión. En este tipo de casos una medida de neutralidad clásica sería que la plataforma no deba pagar ni aceptar ninguna remuneración, descuento o beneficio no pecuniario por **orientar** las órdenes de los inversores a una determinada oferta concreta de su plataforma o en otra. De lo que se trata es proporcionar información a los clientes de manera neutral, sobre la base de las características objetivas del producto (tales como sector económico, instrumento utilizado, tipo de interés, categoría de riesgo) y preferencias del potencial inversor, evitando así cualquier tipo de recomendación.

F. Las prohibiciones de que la sociedad administradora actúe como inversionista o promotor

La prohibición de que las sociedades administradoras funcionen como inversionistas o promotores en su propia plataforma (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020, art. 26.6) es una medida clásica para evitar los conflictos de intereses, aunque, en muchos casos, puede ser utilizada como elemento que alinee los intereses de las plataformas con los inversores y promotores, como hemos explicado líneas arriba. A continuación, se comentará cada una de las prohibiciones y se realizarán algunas reflexiones para repensar su tratamiento.

1. Como inversor

Es preciso señalar que el recientemente publicado Reglamento de PPF ha permitido que, **de manera excepcional**, la sociedad administradora participe únicamente como inversionista en proyectos bajo la modalidad de préstamos o valores representativos de deuda que se ofrezcan a través de la plataforma bajo su administración, siempre que su participación no supere el 10% del monto objetivo de financiamiento de un proyecto. Una condición adicional es que el pago del principal más intereses a favor de la sociedad administradora esté subordinado al cumplimiento de las obligaciones del receptor contraídas con los demás inversionistas. Esta situación debe ser informada a los inversionistas de forma clara y accesible (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021, 35.6).

Este supuesto comprende la inversión directa de la sociedad administradora, o de personas vinculadas a esta, en los proyectos seleccionados por la plataforma. Esta situación es la que más atención ha generado en los reguladores, pues pone de manifiesto la pluralidad de intereses que pueden concurrir en la plataforma y merecen una actuación de su parte para actuar en el mejor interés de sus clientes. Como es lógico, el interés de la plataforma como inversionista entra en conflicto con el interés de los demás promotores, pues la sociedad administradora aspirará a que ese proyecto en particular obtenga la meta de financiamiento y sea productivo³⁴.

Países como el Reino Unido, Italia, Bélgica, Austria, México, España, Finlandia e Israel (Havrylchuk, 2018) expresamente han reconocido la posibilidad de que la sociedad administradora participe como inversor en los proyectos seleccionados y colgados en la plataforma, por lo cual es muy relevante la gestión del conflicto de intereses en estos países. Por ejemplo, en España, la propia Ley 5/2015 faculta a la plataforma y sus sujetos vinculados a actuar como inversor (2015, arts. 63.1 & 63.3), siempre que su participación no supere el 10% del objetivo de financiación de cada proyecto o le permita controlar la empresa³⁵.

Esta situación evidencia que las plataformas cumplen un rol importante para el impulso del

³³ Véase el considerando 18, 19 y 26, así como el artículo 3.3 y 8 del Reglamento 2020/1503 (2020).

³⁴ En España, el Reglamento 2020/1503 (2020) permitió que las plataformas participen como inversionistas de los proyectos que seleccionen, lo cual fue sopesado con la obligación de transparencia sobre este movimiento. Es preciso indicar que esta situación genera un efecto distorsionador en los inversores que perjudica en términos efectivos a los demás promotores, pues la obligación de 'comunicar' esta situación (así como los criterios adoptados para la decisión) generará un incentivo o llamado de atención a los demás inversores para invertir en dicho proyecto.

³⁵ Un sector de la doctrina sostiene que esta práctica se justifica en la medida en que las plataformas completan el importe de financiación solicitada por el promotor, de manera que, en último término, depende de ellas el éxito o fracaso de los proyectos (Sánchez Ruiz, 2019).

crowdfunding, lo cual justifica que esta opción no sea eliminada, sino más bien se recurra a la gestión de los conflictos de intereses. Si bien es cierto que una medida idónea para eliminar los conflictos de intereses es prohibir que la sociedad administradora actúe como inversor, pues manejan información privilegiada que pueden utilizarla a su favor (en tanto conocen el proyecto desde su formulación), consideramos que existen propuestas menos lesivas, que podemos enumerar a continuación:

- a) Que la plataforma solo pueda intervenir como inversor a fin de ‘completar’ la financiación de un proyecto en última instancia, es decir, en defecto de la presencia de otros inversionistas.
- b) Que la plataforma haga transparente esta situación de forma tal que los inversores conozcan de esta situación. Si bien es cierto que esta medida no elimina el conflicto de intereses, es oportuno que todos los inversionistas lo conozcan.
- c) La participación del regulador a fin de autorizar *ex ante* la participación de la plataforma como inversor, constatar el cumplimiento de los estándares de transparencia y el filtro de la información (como en el caso de *equity crowdfunding* regulado en Israel)³⁶.
- d) En el supuesto de que se comunique esta situación, deben generarse mecanismos para no distorsionar la percepción de los inversionistas (pues puede ser interpretado como una ‘llamamiento’ a la inversión de determinados proyectos, considerando el conocimiento y posición de la sociedad administradora). Para ello, una opción es darle transparencia a esta participación, solo cuando el inversionista haya manifestado un interés en la inversión sin el sesgo de la presencia de la sociedad administradora.
- e) Limitar el porcentaje de inversión, en cuanto al porcentaje y al tiempo. Por ejemplo, que la plataforma solo pueda realizar inversiones en la última fase de captación de fondos.

- f) Implementar la práctica *skin in the game* a fin de que las plataformas inviertan en todos los proyectos que seleccionen. Este es una herramienta para alinear los intereses de los promotores, inversores y la propia plataforma, pues todos tendrían un interés en común: el éxito del proyecto.

Es muy importante revisar la reacción de los agentes involucrados en el mercado. Una muy interesante fue el comentario realizado al proyecto de reglamento por la empresa Airhouse Company S.A.C., la cual explicó que la prohibición inicialmente propuesta impedía a la sociedad administradora compartir los riesgos con los inversionistas, lo cual a su vez impedía la alineación de intereses, toda vez que tendrían mayor cuidado en la evaluación de los proyectos, puesto que su dinero también está incluido en dicho financiamiento. También manifestó que los potenciales inversionistas en las reuniones sostenidas les preguntaron por qué no invierten en los proyectos que publica en su plataforma, reiterando que se sentirían más seguros de invertir si la sociedad administradora también participa como inversionista.

Como puede observarse, muchas medidas se complementan y su implementación requiere creatividad, por lo cual saludamos la postura de la SMV, a fin de no limitar esta función de la plataforma que usualmente es reconocida en la experiencia comparada³⁷.

2. Como promotor

Como indicamos en la descripción de este supuesto, no es raro que las plataformas se constituyan por grandes fondos de inversión o incluso entidades bancarias (permitido por el propio DU, numeral 4 del artículo 20), que a la vez tengan interés en participar activamente en determinados proyectos. Por tanto, este supuesto incluye tanto la participación directa de la sociedad administradora como la indirecta, a través de personas vinculadas. Es preciso indicar que no es poco común que las plataformas emitan valores por cuenta propia para financiar la expansión de sus actividades, lo cual es permitido en algunos países como México³⁸.

³⁶ La idea es verificar que toda la información disponible pueda ser visualizada por los potenciales inversores, para lo cual no solo se requerirá información del proveedor de servicio de financiación participativa, sino también del promotor. Sería conveniente que en este punto la SMV pueda sugerir el refuerzo de determinada información en favor de la transparencia.

³⁷ Un caso particular es la Unión Europea. El numeral 1 del artículo 8 del Reglamento 2020/1503 indica que los proveedores de servicios de financiación participativa no tendrán participación alguna en las ofertas de financiación que se encuentren en sus plataformas; no obstante, permite que las personas vinculadas al proveedor (por ejemplo, socios y directivos) puedan invertir en los proyectos de la plataforma, siempre que sea revelado a los potenciales inversores (segundo párrafo del numeral 2 del artículo 8).

³⁸ Artículo 19, inciso V de la Ley para regular las Instituciones de Tecnología Financiera (2018).

En España, la Ley 5/2015 establece que los proveedores de servicios de financiación participativa solo pueden participar, directa o indirectamente, como promotores siempre que el objetivo de financiación agregado de dichos proyectos no supere en cada ejercicio el 10% de los fondos efectivamente recaudados por los proyectos de su plataforma, y sea debidamente informado a los inversores de forma clara y accesible (2015, art. 63.2-3)³⁹.

Si bien es cierto que en el ámbito peruano se ha restringido la participación de la plataforma como promotor, consideramos que podría ser repensado este aspecto, en el sentido de encontrar medidas alternativas antes de frenar el avance del *crowdfunding*. La particularidad de este caso respecto del anterior (actuando como inversor) es que en esta situación la plataforma tiene mayor manejo de la información y, por ende, el riesgo de que la información sea manipulada es mayor. En esa línea de pensamiento, una medida adecuada para la gestión del conflicto de intereses, además de las propuestas en el punto anterior, sería reforzar la transparencia. De acuerdo a las circunstancias del conflicto de intereses, a continuación, algunas propuestas para una gestión efectiva:

- a) Que el nivel de información exigible sea mayor. Sería recomendable que el regulador establezca el nivel mínimo de información.
- b) La sociedad administradora debe tener un grado mayor de responsabilidad sobre el alcance de la información.
- c) Que una firma independiente compruebe la veracidad del proyecto, y además califique el riesgo del proyecto, de acuerdo a los parámetros que establezca el regulador.
- d) La separación de funciones dentro del proveedor de servicios de financiación participativa, lo cual ha sido contemplado por el Reglamento 2020/1503 (2020, art. 40.1), que permita que el área de selección de proyectos no tenga contacto directo con el área encargada de las inversiones o los propios socios.
- e) Que la plataforma participe como inversor a fin de que asuma el riesgo del emprendi-

miento. Podría tomarse como referencia el principio *skin in the game*⁴⁰ (Galacho Abolafio, 2017). En este caso, la participación de la plataforma debería ser considerable (al menos 30%).

En el mercado de valores se han planteado otro tipo de medidas como la implementación de ‘murallas chinas’ o la creación de empresas ‘independientes’ para la participación en distintos mercados (para diferenciar las actividades del emisor y del *dealer*), las cuales son también atendibles, aunque su efectividad dependerá mucho de la institucionalidad de las entidades. Por ejemplo, en el caso italiano, la regulación exige que, en caso se realicen ofertas de instrumentos de propia emisión, deben adoptarse medidas adecuadas para la gestión eficaz del conflicto de intereses, lo cual incluye abstenerse de realizar dichas ofertas, cuando estos conflictos no puedan ser manejados adecuadamente para evitar efectos negativos para los inversionistas. Las medidas incluyen la participación de un tercero independiente que garantice la debida diligencia de la transacción y la verificación de la información al más alto nivel directivo.

G. La prohibición de prestar el servicio de asesoramiento financiero a los inversionistas a través de recomendaciones personalizadas

El numeral 5 del artículo 26 del DU establece que las sociedades administradoras se encuentran prohibidas de realizar recomendaciones personalizadas (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020). En la misma línea, el numeral 5 del artículo 35 del Reglamento prohibió que las sociedades administradoras brinden asesoramiento financiero o recomendaciones de inversiones en su plataforma o de terceros (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021). Las razones que justificarían esta prohibición se centrarían en el carácter reservado de la actividad o los conflictos de intereses que genera esta situación.

En algunos países como España, si bien se restringió que las plataformas realicen recomendaciones personalizadas, pues esta actividad se encuentra reservada; no obstante, se permite que los socios de las plataformas asesoren a inversores sobre los proyectos publicados en la plataforma cuando estén autorizados a prestar el

³⁹ Es preciso también reiterar que la normativa comunitaria ha proscrito que el proveedor y determinadas partes vinculadas puedan constituirse como promotores. Véase el artículo 8 del Reglamento 2020/1503 (2020), en el que se indica que no podrán participar como inversor o promotor las siguientes personas: (i) los socios que posean al menos el 20% del capital social o de los derechos de voto; (ii) sus directivos o empleados; y (iii) ninguna persona física vinculada a esos socios o directivos o empleados. En ese sentido, puede interpretarse que pueden actuar como inversor de un proyecto de la plataforma, aquellos socios que tengan un porcentaje menor del 20% del capital social, así como sus partes vinculadas.

⁴⁰ Este criterio también es aplicado en técnicas de financiamiento como el *project finance*.

servicio de asesoramiento financiero y apliquen una política efectiva en materia de conflictos de intereses⁴¹. Cabe indicar que el Reglamento 2020/1503 permite la gestión individualizada de cartera, cuya principal característica es la ausencia de discrecionalidad del proveedor de servicios de financiación participativa⁴².

Respecto del alcance del término ‘recomendaciones personalizadas’, parece ser importado de la normativa española. En el ordenamiento peruano no hemos incorporado este término, por lo cual creemos conveniente tomar en consideración la definición establecida en Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores española, en la que se define el ‘asesoramiento en materia de inversión’:

Artículo 140.- Servicios y actividades de inversión.

1. Se consideran servicios y actividades de inversión los siguientes: [...]

g) El asesoramiento en materia de inversión [...]. No se considerará que constituya asesoramiento, a los efectos de lo dispuesto en este apartado, **las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros**. Dichas recomendaciones tendrán el valor de comunicaciones de carácter comercial. Asimismo, tampoco se considerará recomendación personalizada las recomendaciones que se divulguen exclusivamente al público (2015) [el énfasis es nuestro].

Esto también pudo ser precisado por la Comisión Nacional de Mercado de Valores (agencia reguladora española) en un documento denominado Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión (2010)⁴³, en el que se indica que el carácter ‘personalizado’ del servicio significa que se preste de forma explícita o implícitamente como idónea para esa persona en particular, basándose en sus circunstancias personales⁴⁴.

En este contexto, el concepto de ‘recomendaciones personalizadas’ calificaría como un servicio de asesoramiento financiero en materia de mercado de valores (Real Decreto Legislativo 4/2015, 2015, art. 207). De acuerdo con Otiniano Campos y Salas Vigo (2017), este servicio puede ser definido en los siguientes términos:

Así, el servicio de asesoría financiera es en primer lugar un consejo, una opinión o recomendación efectuada por un asesor con conocimientos especializados en el mercado de valores. Es un servicio que está orientado a descubrir las necesidades financieras de cada inversionista, teniendo en cuenta las particularidades de cada uno —edad, situación personal y profesional, entre otros— y, por tanto, tiene carácter personalizado. Asimismo, la asesoría financiera toma en cuenta lo acontecido en el pasado, en el presente y lo que podría suceder en el futuro, con la finalidad de que el servicio de asesoría se adapte al momento en el que se brinda. Finalmente, este servicio se presta a solicitud del inversionista y debe brindarse de manera adecuada, de modo que busque beneficiar al inversionista, ayudándolo a tomar decisiones de inversión informadas.

⁴¹ Véase el artículo 63, numeral 1, inciso g) de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores (1988).

⁴² El Reglamento permite este tipo de actividades a los proveedores de servicio de financiación participativa y ha señalado que los modelos de negocio que utilicen procesos automatizados por los que el proveedor de servicios de financiación participativa asigne automáticamente fondos a un proyecto según los parámetros y los indicadores de riesgo predeterminados por el inversor, también llamados inversión automática, deben considerarse como gestión individualizada de carteras de préstamos (Reglamento 2020/1503, arts. 2.1.g & 3.4).

⁴³ Elaborada por el Departamento de Supervisión de ESI-ECA de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y publicada el del 23 de diciembre de 2010.

⁴⁴ Cabe indicar que esta interpretación se realizó en el año 2010, cuando aún se encontraba vigente el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero de 2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión. Cabe indicar que la definición establecida en dicho cuerpo legal tenía un poco más de detalle. Precisamente, el derogado artículo 5, inciso 1.g definía el asesoramiento en materia de inversión como

la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros. No se considerará que constituya asesoramiento, a los efectos de lo previsto en este apartado, las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros. Dichas recomendaciones tendrán el valor de comunicaciones de carácter comercial. Asimismo, tampoco se considerará recomendación personalizada las recomendaciones que se divulguen exclusivamente a través de canales de distribución o al público [...]. La recomendación deberá presentarse como idónea para esa persona, basándose en una consideración de sus circunstancias personales y deberá consistir en una recomendación para realizar alguna de las siguientes acciones [...] (Real Decreto 217/2008, 2008).

Sin perjuicio de la experiencia comparada y a la luz de nuestro marco normativo, las razones por las que no se debería limitar la prestación de este servicio a las plataformas de *crowdfunding* son las siguientes:

- a) El servicio de asesoramiento financiero no es una actividad reservada, es decir, no está sujeto a la obtención de un título habilitante, por lo cual cualquier persona puede brindarlo y no encontrarse bajo la supervisión de la SMV (Otiniano Campos & Salas Vigo, 2017). Sin perjuicio de ello, la ley permite que este servicio sea prestado por las sociedades agentes de bolsa y las sociedades de intermediación de valores (Real Decreto Legislativo 4/2015, 2015, arts. 194 & 207, respectivamente).
- b) Existen *FinTech* que vienen prestando el servicio de asesoramiento financiero (por ejemplo, Finanzas con O'alone, Unicuenta, askRobin o Factoring Lab), muchas de las cuales no cuentan con habilitación legal como sociedades de intermediación de valores o sociedades agentes de bolsa⁴⁵.

No puede negarse que, en este tipo de relaciones principal-agente, se presentan conflictos de intereses producto de las relaciones que mantiene el asesor financiero con los emisores, o ejerciendo actividades como 'colocador' o 'inversor', lo cual obligaría a que dicha situación sea 'gestionada' a través de una política clara y transparente, siendo la última opción restringir su prestación por ser la opción más lesiva a los intereses de las partes.

Restringir que los administradores de las plataformas o socios de éstas presten el servicio de asesoría financiera obligaría a que, por ejemplo, las sociedades intermediarias de valores no realicen labores de asesoramiento financiero en la medida de que exista un conflicto de intereses con sus clientes (inversores), lo cual en la práctica no ocurre, y lejos de ello es comúnmente aceptado convivir con este tipo de conflictos de intereses en el ámbito del mercado de valores. Este es el caso de la Unión Europea en donde es permitida la asesoría en materia de inversión de carácter no independiente.

Atendiendo a ello, una opción regulatoria más adecuada sería que las plataformas que pretendan

prestar el servicio de asesoría financiera se sometan a las reglas de conducta de mercado flexibles, que pueden incluir, por ejemplo, la obligación de que los asesores efectúen la evaluación del perfil de inversión de sus clientes y en función de ello recomendar productos, práctica que debería reforzarse con infracciones ante su incumplimiento, por ejemplo⁴⁶. También puede optarse por permitir la prestación del servicio de 'gestión individualizada de carteras de préstamos', en virtud del cual el proveedor del servicio asigna, de una cantidad predefinida de fondos de un inversor, a uno o varios proyectos de financiación de conformidad con un mandato individual otorgado por el inversor a su libre albedrío y de manera individualizada.

H. La plataforma como proveedor de servicios de pago

El numeral 9 del artículo 25 del DU establece como una obligación de las sociedades administradoras a segregar las cuentas donde se gestionen recursos propios de la sociedad administradora, de aquellas cuentas en las que se canalicen los fondos de los receptores e inversionistas (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020). Se permite que para este fin constituyan cuentas abiertas en algunas de las empresas del sistema financiero, así como otras opciones (considerablemente más onerosas) como la constitución de un fideicomiso o el uso de dinero electrónico. De acuerdo a la Décima Quinta Disposición Complementaria Final del DU, las cuentas bancarias en las que se canalicen los fondos de los receptores o inversionistas no pueden ser afectadas por obligaciones de la sociedad administradora ni de terceros (Decreto de Urgencia 013-2020, 2020).

Sobre este punto, el artículo 30 del Reglamento ha dispuesto que la sociedad administradora está obligada a segregar las cuentas donde se gestionen sus recursos propios, de aquellas donde se canalicen los fondos de los receptores e inversionistas (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021). Se exige además que las cuentas donde se canalizan los fondos de los clientes no puedan ser administradas directamente por la sociedad administradora. Para este fin la norma plantea tres posibilidades:

- a) El uso de cuentas bancarias *escrow* abiertas en una entidad supervisada por la SBS que permita el cumplimiento de las obligaciones

⁴⁵ Para más información, véase la página web de la Asociación Fintech Perú.

⁴⁶ De acuerdo al artículo 17 del Reglamento, se exige que el agente que realice actividad de asesoría de inversiones debe efectuar una evaluación del perfil de inversión de estos clientes, y recomendar productos y servicios que corresponden a su perfil de inversión (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021).

- contractuales y legales, tales como la identificación de los inversionistas y receptores.
- b) Fideicomiso administrado por entidades supervisadas por la SBS y autorizadas a actuar como fiduciarios, en el que la sociedad administradora actúa como fideicomitente. Son beneficiarios del fideicomiso los inversionistas.
- c) Cuentas de dinero electrónico, para lo cual la sociedad administradora debe garantizar que dichas cuentas se usen únicamente para analizar los fondos de los receptores e inversionistas.

El servicio descrito se denomina servicio de pago y no es objeto de una regulación específica, salvo algunos esfuerzos particulares como el del Banco Central de Reserva del Perú⁴⁷. Uno de los primeros intentos en conceptualizar el término 'servicio de pago' lo encontramos en la Directiva 2007/64/CE del 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior de la Unión Europea, en el que se le define como cualquiera de las actividades comerciales establecidas en el Anexo de la norma⁴⁸. En esta definición se incluyen los típicos conceptos como el depósito o retirada de efectivo de una cuenta, envío de dinero, transferencias entre cuentas de pago, ejecución de operaciones de

pago mediante tarjeta de pago o dispositivo similar (mediante cuentas de pago o a través de líneas de crédito).

La Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (Ley 26702, 2017) ha contemplado este tipo de servicios dentro del grupo de actividades que pueden realizar las entidades sujetas a su supervisión⁴⁹. La norma establece que pueden ser prestados por empresas bancarias, empresas financieras, cajas rurales de ahorro y crédito, cajas municipales de ahorro y crédito, cajas municipales de crédito popular, entidades de desarrollo para la pequeña y microempresa (edpymes), cooperativas de ahorro y crédito autorizadas a captar recursos del público⁵⁰.

Uno de los principales tópicos de la regulación de los servicios de pago es garantizar una gestión adecuada de los fondos, pues el negocio exige que el dinero sea temporalmente administrado o custodiado por el proveedor del servicio de pago. Eso indudablemente genera un riesgo que se ha visto conveniente mitigar a través de exigencias prudenciales, en función del volumen de operaciones del proveedor. En el presente caso, se omiten estas exigencias prudenciales a fin de sustituirlo por una cuenta de custodia temporal, a la cual se le otorga un estatus jurídico particular. Indudablemente

⁴⁷ Nos referimos al Reglamento del Servicio de Pago con Códigos de Respuesta Rápida (QR), en el que el servicio de pago se define como "la transferencia de recursos de las Cuentas de Fondos del Consumidor hacia las cuentas del Comercio, utilizando para ello el Código QR presentado por el Comercio" (Circular 003-2020-BCRP, 2020).

⁴⁸ Los servicios de pago descritos en la Directiva 2007/64/CE son

- Servicios que permiten el depósito de efectivo en una cuenta de pago y todas las operaciones necesarias para la gestión de una cuenta de pago.
- Servicios que permiten la retirada de efectivo de una cuenta de pago y todas las operaciones necesarias para la gestión de una cuenta de pago.
- Ejecución de operaciones de pago, incluida la transferencia de fondos, a través de una cuenta de pago en el proveedor de servicios de pago del usuario u otro proveedor de servicios de pago:
 - Ejecución de adeudos domiciliados, incluidos los adeudos domiciliados no recurrentes
 - Ejecución de operaciones de pago mediante tarjeta de pago o dispositivo similar,
 - Ejecución de transferencias, incluidas las órdenes permanentes.
- Ejecución de operaciones de pago cuando los fondos estén cubiertos por una línea de crédito abierta para un usuario de servicios de pago:
 - Ejecución de adeudos domiciliados, incluidos los adeudos domiciliados no recurrentes.
 - Ejecución de operaciones de pago mediante tarjeta de pago o dispositivo similar.
 - Ejecución de transferencias, incluidas las órdenes permanentes.
- Emisión y/o adquisición de instrumentos de pago.
- Envío de dinero.
- Ejecución de operaciones de pago en las que se transmita el consentimiento del ordenante a ejecutar una operación de pago mediante dispositivos de telecomunicación, digitales o informáticos y se realice el pago al operador de la red o sistema de telecomunicación o informático, que actúa únicamente como intermediario entre el usuario del servicio de pago y el prestador de bienes y servicios (2007, Anexo).

⁴⁹ En el numeral 29 del artículo 221 de la referida legislación se establece lo siguiente: "Efectuar cobros, pagos y transferencias de fondos, así como emitir giros contra sus propias oficinas y/o bancos corresponsales" (Ley 26702, 2017).

⁵⁰ Una reflexión sobre el particular nos brinda Álvarez Meza (2018), quien indica que la "prestación de servicios de pago" es una actividad reservada a la licencia bancaria. No obstante, debemos advertir que existen emprendimientos que vienen prestando servicios de pago y son avalados por la regulación actual: (i) Mercado Pago, negocio que presta directamente

es un servicio no estándar que brindarán las empresas del sistema financiero, lo cual generará una contraprestación debida.

Como puede advertirse, el DU y su Reglamento plantean opciones que pretenden sustituir parcialmente la regulación de los servicios de pagos en el contexto del financiamiento participativo, para lo cual se proponen opciones igualmente satisfactorias, en algunos casos onerosas (como el caso del fideicomiso), y en otros novedosas como el uso del dinero electrónico o cuentas *escrow*, cuyo éxito dependerá de su factibilidad operativa (esperamos que se haya consultado esta opción entre las entidades del sistema financiero).

Sin perjuicio de la laxitud de la regulación de los servicios de pago en este ámbito (visto, por ejemplo, la Directiva 2015/2366 sobre servicios de pago en el mercado interior que deroga expresamente la mencionada Directiva 2007/64/CE), consideramos atendible la elección del legislador, pues se trata de una actuación promotora de la industria y prudente a su vez, pues crea un instrumento mercantil idóneo para proteger a las partes expuestas. Sin perjuicio de ello, se debe tener una mirada vigilante por los riesgos que presentará esta actividad en cualquier caso.

V. BUENAS PRÁCTICAS EN EL ÁMBITO DEL CROWDFUNDING

La experiencia comparada en materia de *crowdfunding* nos proporciona información sobre buenas prácticas que merecen ser exploradas.

A. Promover el uso y fortalecimiento de las centrales privadas de información crediticia

Una práctica en el ámbito del *crowdfunding* que equilibra el nivel de información entre las partes involucradas es el registro de información de las centrales de riesgo (en adelante, CEPIR). Este puede ser uno de los pocos elementos de información que los inversores y plataformas tienen a su disposición para evaluar el riesgo de crédito de los promotores que se presentan como personas naturales. En este contexto es importante

conocer el alcance de la información contenida en este registro.

Así pues, como elemento facilitador de la transparencia en el mercado, el registro manejado por las CEPIRs contiene toda la información que permita evaluar la solvencia económica de las personas naturales, no importando si tiene la condición de consumidor o proveedor de bienes y servicios. El objetivo es difundir información de riesgos negativos (principalmente incumplimientos en el pago de obligaciones de dar suma de dinero) y positivos (la conducta de cumplimiento del deudor), lo cual nos brinda valiosa información sobre la trayectoria de la persona y su historial de crédito⁵¹.

A diferencia de la experiencia española, las principales CEPIR en Perú realizan un reporte y tratamiento de la información de riesgo, lo cual involucra antecedentes positivos como negativos, con lo cual se puede realizar un análisis de la solvencia de las personas más sólido. Las plataformas de *crowdfunding* podrían utilizar esta información que puede ser cruzada con otras herramientas como el *big data*. Todo esto podría generar información sobre el comportamiento del deudor, patrones de pago, lo cual es clave para atender al sector de promotores que asisten a la banca tradicional y cuyo interés puede ser satisfecho también por la banca tradicional.

Cabe indicar que esta propuesta es distinta al denominado régimen de *open banking* lo cual está vinculado a los accesos a las cuentas de los consumidores (principalmente aplicado a los proveedores de servicios de pago y algunos servicios financieros auxiliares), mas no a los antecedentes positivos de crédito de cada uno.

B. La protección del inversor

1. Equilibrio entre los niveles de protección al inversionista en función de su perfil y la promoción del financiamiento participativo

Como se conoce, en el ámbito del mercado de valores la protección del inversor en determinadas circunstancias debe ser matizada, a fin de apor-

servicios de pago con la reciente Circular 003-2020; y (ii) Kambist, *FinTech* vinculada a los servicios de cambio de moneda que presta servicios de pago en la práctica y además se encuentra registrada por la propia SBS mediante Resolución 00335-2017. Existen otros emprendimientos de servicios de pago, que si bien es cierto no tienen un reconocimiento expreso por parte del regulador, vienen actuando con bastante éxito en Perú, tales como Culqui, PayPal, PayU, Pago Efectivo, Payme. Una de las razones puede ser lo prematuro de la industria, lo cual no debe ser interpretado como una permisividad irrestricta, pues entidades las entidades competentes (como el Banco Central) vienen observando de cerca el desenvolvimiento del mercado.

⁵¹ Desde un punto de vista referencial, la naturaleza del registro que maneja las CEPIRs se ha podido evidenciar en su defensa en procesos constitucionales de *habeas data*. Entre otras, se ha podido advertir la sentencia del Tribunal Constitucional recaída en el Expediente 03700-2010-PHD/TC (2014).

tar al dinamismo con que evoluciona. Atendiendo a ello es que las reglas de conducta de mercado para determinados emisores se atenúan en función del tipo de inversor al que está dirigida la emisión. Este es el caso de los inversores institucionales, en cuyo caso la propia norma relaja algunos requisitos de transparencia, debido a las características de estos actores⁵².

Sobre la base de esta consideración, una opción que se contempló es la clasificación de inversores en función de su experiencia en la industria, a fin de aplicar una protección reforzada como sería aplicar test de idoneidad o conveniencia (como se realiza en la UE), y en función de ello recomendar su participación en la plataforma a partir de límites cuantitativos. En la experiencia comparada, países como Bélgica, Francia e Israel han implementado test para verificar la idoneidad y conveniencia de la inversión respecto del inversor (Havrylchyk, 2018).

El Reglamento hace referencia a las categorías de inversionistas institucionales y no institucionales a fin de establecer algunas particularidades en su régimen jurídico. Así, por ejemplo, el numeral 1 del artículo 31 de la referida normativa establece un límite particular de inversión para los proyectos personales, el cual asciende a 50 UIT en un plazo no mayor de tres años (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021). Este límite, a nuestro criterio, frustra la posibilidad de que el *crowdfunding* pueda ingresar a mercados muy interesantes en términos financieros, como el de los créditos hipotecarios o vehiculares (debido a las garantías que respaldan el crédito), tanto por el monto como por el plazo. Esta limitación también aplica a los proyectos empresariales, pues el efecto es **desincentivar** la utilización de plataformas de financiamiento participativo en su etapa inicial. Esta postura ha sido corroborada en la matriz de comentarios del proyecto de reglamento con empresas como AirOrHouse, plataforma especializada en financiamiento de proyectos inmobiliarios.

Por otro lado, en el camino de una efectiva protección del consumidor financiero, la regulación en materia de intermediación de valores solo exige que el agente que realiza asesoría de inversiones evalúe el perfil de inversión de los clientes y, sobre la base de ello, recomendar productos y servicios acordes con ello⁵³. Esto se encuentra más cercano a un test de conveniencia, donde se pretende verificar el conocimiento de los riesgos de la inversión.

Sin embargo, una buena práctica sería incorporar una especie de **test de idoneidad**, el cual pretende conocer sobre su **formación, conocimientos y experiencia** previos en mercados de valores, su **situación financiera** (fuente y nivel de ingresos regulares, patrimonio, gastos y pagos periódicos). Posteriormente, se preguntarán sobre los **objetivos** de inversión (lo cual ya es exigido por la normativa vigente).

De esta forma, la plataforma podría implementar un sistema de alertas reforzadas sobre los riesgos que tomaría al caso en concreto. Incluso, en caso no se suministre la información requerida, podría rehusarse a prestar el servicio. Esta medida puede contribuir al acceso responsable de esta herramienta por parte del público que no cuenta con mucha experiencia en este tipo de actividades económicas.

2. La protección al inversor no experimentado a través del derecho de revocación de oferta

Una de las medidas adoptadas en la normativa comunitaria es el período de reflexión durante el cual el **inversor potencial no experimentado** puede revocar una oferta de inversión o una manifestación de interés en una oferta concreta de financiación participativa sin dar una justificación y sin que se le aplique una penalidad. Se trata de brindarle un plazo de reflexión adicional, el cual no deberá durar más de cuatro días naturales desde que se realizó la oferta de inversión⁵⁴.

En Perú se ha regulado este supuesto bajo el nombre de **cancelación del compromiso de inversión** de forma bastante amplia. El artículo 47 del Reglamento señala que los inversionistas pueden cancelar su compromiso de inversión antes de finalizar el plazo de financiamiento o luego de conocida la identidad del receptor, cuyo plazo deberá ser determinado por cada sociedad administradora (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021). Además, se sostiene que la sociedad administradora deberá considerar penalidades para los inversionistas que soliciten cancelar sus compromisos de inversión fuera del plazo que establezcan en sus reglamentos internos. Cabe recordar que la propuesta de reglamento estableció un plazo máximo para la cancelación de la inversión de cuarenta y ocho (48) horas antes de finalizar el plazo de financiamiento o, en el caso de proyectos personales, luego de conocida la identidad del receptor.

⁵² Este tratamiento puede encontrarse en el Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales, aprobado mediante Resolución de Superintendencia 00021-2013, del 26 de setiembre de 2013.

⁵³ Véase el artículo 17 del Reglamento de Agentes de Intermediación (Resolución de Superintendencia 00034-2015, 2015).

⁵⁴ Véase el artículo 22 del Reglamento 2020/1503 (2020).

Sobre el particular, en la matriz de comentarios del proyecto de reglamento, la SMV ha señalado que un procedimiento para la cancelación de compromisos de inversión **dota de mayor confianza al inversionista** para tomar su decisión inicial de inversión, sabiendo que podrá cancelarla previo al cierre de financiamiento en caso cambie alguna de las condiciones bajo las cuales aceptó inicialmente financiar un proyecto (2018).

A nuestro criterio, esta medida les resta seguridad y firmeza a las transacciones, y, por ende, seriedad a los compromisos. Como se ha indicado en la matriz de comentarios del proyecto de reglamento, tal como se encontraba redactado esta disposición genera 'incertidumbre' a los receptores respecto al monto de financiamiento real al que finalmente se tendrá acceso. Esto es, resta previsibilidad al financiamiento exitoso del proyecto. En esa línea, también se ha indicado que esta prerrogativa a favor de los inversores hará 'impracticable' el funcionamiento del esquema de financiamiento participativo, debido a la incertidumbre de los compromisos de inversión. La potencial empresa receptora se verá perjudicada y perderá posibilidades alternativas de financiamiento, pues ni siquiera podrá considerar un buen avance en la colecta como indicador de que recibirá el préstamo.

Asimismo, se advierte que esta herramienta puede servir para manipular el nivel de financiamiento alcanzado, a fin de atraer (de forma fraudulenta) más inversores. La posibilidad de desistirse de la decisión de inversión facilita comportamientos oportunistas, más aún si se considera que la sociedad administradora debe constantemente actualizar la meta de inversión y que los inversionistas muchas veces se guían por información no necesariamente vinculada al proyecto en sí mismo, sino por su recepción en la comunidad de inversionistas.

Para el suscrito, la opción aprobada por el Reglamento también es criticable por dos motivos:

- a) La aplicación de la penalidad a quien cancele su compromiso de inversión no mitiga el riesgo de que las cancelaciones puedan ocurrir en el último momento, por lo cual se deberían alargar plazos de colecta o que esta

se frustrate (por lo limitado de los plazos), perjudicando no solo al receptor, sino también al resto de inversionistas que participan en la colecta.

- b) Siempre es preferible que la autoridad adopte un plazo razonable, pues dejarlo al arbitrio de las sociedades administradoras puede involucrar que se limite al máximo y en la práctica no sea posible ejercerlo. Un ejemplo de este tipo de situaciones la encontramos en el artículo 22 del Reglamento 2020/1503 (2020) y el **derecho de desistimiento** regulado en la experiencia española con el Texto Refundido de Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre (2007)⁵⁵.

C. Implementación de servicios de alertas y de ejecución de órdenes automatizado

El **servicio de alertas** es una facilidad que viene utilizándose en la experiencia comparada, el cual tiene por objeto que las plataformas comuniquen a los inversores los proyectos que cumplen las características previamente informadas (por ejemplo, proyectos en determinada industria, bajo la modalidad *crowdfunding*, con una determinada tasa de interés y con colaterales líquidos).

Como puede advertirse, no se trata de un servicio de asesoría financiera, pues la plataforma se limita a emitir alertas en función de las preferencias de los inversores. Tampoco puede configurar como un servicio de ejecución de órdenes, pues se trata de avisos y no un compromiso de inversión. De hecho, el servicio de alerta debería ser remunerado. Actualmente, el DU no regula expresamente este servicio, por lo cual se encuentra en el campo de la SMV, quien lo ha incorporado en el numeral 2 del artículo 25 del Reglamento como un servicio obligatorio⁵⁶.

Respecto del **servicio de ejecución automatizada de órdenes**, el DU tampoco hace mención expresa, aunque el proyecto de reglamento lo planteó como una actividad prohibida (Resolución de Superintendente 012-2020-SMV/01, 2020, art. 36.6).

⁵⁵ Por medio de este derecho el consumidor puede desistir en el plazo de catorce días desde la celebración del contrato de prestación de servicios, o desde la recepción de los bienes, sin justificación, ni penalización alguna.

⁵⁶ El texto del artículo establece lo siguiente

Artículo 25.- Servicios adicionales

[...]

25.2 Ofrecer herramientas, aplicaciones u otras utilidades que permitan al Inversionista preseleccionar, sobre la base de criterios objetivos, entre los Proyectos publicados, aquellos en los cuales invertir, antes de realizar su inscripción de inversión (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021).

Cabe indicar que, si bien el Reglamento no hace una referencia expresa a esta prohibición, el artículo 35 sí proscribe que las sociedades administradoras presten asesoramiento financiero, realicen recomendaciones de inversión o destaquen en la plataforma ciertos proyectos en detrimento de otros (con excepción del listado por ordenamiento de fecha, monto, sector u otro parámetro objetivo, lo que está referido al supuesto descrito en el párrafo anterior) (Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, 2021).

Sobre el particular, en la matriz de comentarios al proyecto de reglamento, la SMV (2018) ha explicado que se ha otorgado posibilidad de desarrollar facilidades tecnológicas que posibiliten al inversionista preseleccionar entre los diversos proyectos que se publiquen en una plataforma y simplificar, de esta forma, el proceso de selección entre las diversas alternativas que se le presenten. Cabe subrayar que dicha facilidad implica la selección sobre la base de criterios establecidos por el inversionista, mas no la ejecución automática de la instrucción de inversión, la misma que debe ser realizada únicamente por el inversionista, lo cual además es consecuente con la exigencia de que este último conozca la identidad del receptor antes de realizar su instrucción de inversión. Es decir, la SMV ha considerado oportuno no permitir el servicio de ejecución de órdenes automatizado.

Como se sabe, este servicio puede ser prestado por los agentes intermediarios, de acuerdo a la Ley de Mercado de Valores (Decreto Legislativo 861, 1996); no obstante, la experiencia comparada viene demostrando lo provechoso de este mecanismo para agilizar la inversión. En la normativa española, este servicio solo se reserva para los inversores acreditados (con experiencia). En otros países como el Reino Unido e Israel también se ha previsto, mientras en otros (como México, Francia, Bélgica y Finlandia) no se ha prohibido (Havrylchuk, 2018). En el ámbito de la normativa comunitaria, se ha señalado que los modelos de negocio que utilicen procesos automatizados por los que el proveedor de servicios de financiación participativa asigne automáticamente fondos a un proyecto según los parámetros y los indicadores de riesgo predeterminados por el inversor, también llamados inversión automática, deben considerarse como gestión individualizada de carteras de préstamos y están permitidos⁵⁷.

En la práctica se ha logrado identificar que este servicio servía a los intereses de los inversionistas institucionales, quienes aprovechando su posición de negociación, acaparaban la mayor cantidad de proyectos más atractivos. Si bien es cierto que esta situación venía impactando a los intereses de los inversionistas no institucionales, quienes no tenían la oportunidad de participar en este tipo de proyectos, este tipo de situaciones pueden ser bien gestionadas por el administrador de las plataformas (Jiménez Alemán, 2021) a fin de 'equilibrar' las posiciones, por ejemplo, reservando un porcentaje de participación en este tipo de proyectos para los inversionistas no acreditados que han manifestado su interés previo a las plataformas⁵⁸. La dirección de la regulación peruana es la misma, pues se pretende la pluralidad de inversionistas, con lo cual se encuentra en la esfera de las sociedades administradoras cumplir con este objetivo con sus mejores esfuerzos.

VI. CONCLUSIONES

Debido al impacto económico provocado por el COVID-19, el financiamiento es una pieza clave de la recuperación económica, por lo cual es importante analizar algunos ajustes que puedan facilitar y potenciar el crecimiento del FPF. Como hemos advertido, el *crowdfunding* es una industria cuyo principal atractivo es la interacción entre promotores e inversores a través de una plataforma; no obstante, está sujeto a fallos de mercado que deben ser monitoreados y, en su oportunidad, corregidos para su adecuado funcionamiento. Este es el caso de la falta de transparencia que genera dos fallas de mercado muy conocidas: selección adversa y el riesgo moral. En ambos casos, tal como se ha desarrollado, la solución es fortalecer la transparencia, aunque existen otras herramientas para alinear los intereses de las partes involucradas como es la inversión obligatoria del intermediario o del mismo promotor en el proyecto, a fin de incentivar un verdadero compromiso y diligencia.

En el plano del DU, se han detectado interesantes aciertos como es la inclusión de los proyectos personales, permitiendo su uso (aunque limitado) en el ámbito de créditos hipotecarios y vehiculares, a fin de brindar liquidez a profesionales independientes en proyectos personales. No obstante, se observan algunos aspectos que deben ser analizados por la autoridad competente, que en su mayoría deben ser precisados a nivel reglamentario o

⁵⁷ Véase los artículos 2, inciso 1.g) y 3, numeral 4 del Reglamento 2020/1503 (2020).

⁵⁸ Consideramos que no sería proporcional extender esta prerrogativa a los inversores no acreditados que no hayan manifestado su interés por determinado tipo de inversión, pues este tipo de comunicaciones o mecanismos de inversión automatizado son servicios remunerados que deben aportar una ventaja para sus comitentes.

incluso desarrollados por las propias plataformas. En primer lugar, nos referimos al ámbito de aplicación de la norma. Debería analizarse la pertinencia de fijar el ámbito de aplicación de la norma en función de los inversores nacionales, pues la principal justificación de la regulación a este nivel es la asimetría informativa generada en una relación de promotor e inversor.

Asimismo, también es necesario precisar el alcance de la responsabilidad de las sociedades administradoras de las plataformas respecto de las obligaciones de transparencia establecidas en la normativa vigente. Una interpretación literal nos conduciría a que –incluso– puedan ser responsables por la completitud, pertinencia e integridad de la información suministrada, lo cual no sería admisible. Distinto sería el escenario en que la sociedad administradora publique proyectos, cuya información no cumple los requerimientos mínimos exigidos por la SMV.

Sobre la imparcialidad, podemos concluir que no se trata de una característica inherente a la mediación, por ende, no puede exigirse este comportamiento *per se* a las plataformas FPF, más aún cuando naturalmente se inclinan a obtener rendimientos por la obtención de las metas de financiamiento por parte de los beneficiarios. Esto es reforzado por la multifuncionalidad de las plataformas que naturalmente inclina los intereses de la sociedad administradora hacia uno de sus clientes, lo cual desdibuja el esquema de intermediario imparcial. En ese sentido, lo que corresponde es descartar una conducta estrictamente ‘imparcial’ o ‘neutral’, correspondiendo más bien la gestión de los conflictos con la implementación de medidas razonables aplicables para cada caso en concreto.

Bajo la misma premisa, la posibilidad de que la sociedad administradora actúe como inversor o promotor no debe ser descartada, pues la experiencia en otros países demuestra que esta función puede dinamizar el crecimiento de las plataformas FPF, y el conflicto de intereses generado puede ser gestionado a través de medidas que refuercen la transparencia, que limiten su participación, que generen compromiso (con fórmulas como el esquema *skin in the game*), o se habilite esta posibilidad previo permiso de la autoridad, o sea, utilízalo para ‘completar’ la inversión del proyecto.

Sobre la prohibición de prestar el servicio de asesoramiento financiero a los inversionistas a través de recomendaciones personalizadas, se requiere una revisión, pues esta actividad no se encuentra sujeta a autorización previa en el Perú. Atendiendo a ello, sería aconsejable evaluar la pertinencia de preferir la gestión del conflicto de intereses gene-

rado versus la situación actual de prohibir la actividad a cargo de las sociedades administradoras y personas vinculadas.

Respecto de las buenas prácticas, debe potenciarse el uso de las centrales privadas de información crediticia, pues ofrece una herramienta de transparencia clave en la evaluación del riesgo crediticio de los beneficiarios, sumado a lo cual siempre puede complementarse con herramientas como el *big data*. Sobre la práctica de proteger al inversor en función de su experiencia y conocimientos, es recomendable evaluar esta alternativa implementada en algunos países como Bélgica, Francia o Israel. Finalmente, también es aconsejable que la SMV evalúe incluir en su catálogo de servicios facultativos, a fin de brindar mayor predictibilidad al mercado.

Como se ha visto, el régimen jurídico del FPF en el Perú contiene las principales características de la regulación en otros países, no obstante, es recomendable analizar algunos aspectos de cara a fortalecer la herramienta y dinamizar el mercado. La gestión de los conflictos de intereses es una carga que debe evaluarse, a fin de que el abanico de servicios que puedan prestar las sociedades administradoras pueda extenderse. 📌

REFERENCIAS

Alonso Espinosa, F. (2018). Protección de la inversión a través de las plataformas de financiación participativa. En F. de la Vega García, & E. Lázaro Sánchez (dirs.), *Crowdfunding: cooperación colectiva al servicio de la financiación* (pp. 339-360). Aranzadi Thomson Reuters.

Álvarez Meza, W. (2018). Desafíos normativos de la intermediación de pagos en el Perú: Lecciones desde el contexto regulatorio europeo. En G. Álvarez de Hoyle (coord.), *Temas de Protección al Consumidor y Regulación Financiera* (pp. 276-297). Círculo de Derecho Administrativo.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2010). *Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión*. https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaAsesoramientoInversion.pdf

(2019). *Preguntas y Respuestas dirigidas a empresas FinTech sobre actividades y servicios que pueden tener relación con la CNMV*. <http://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QAsFinTech.pdf>

Cox, J., Hillman, R., Langevoort, D., Lipton, A., & Sjostrom, W. (1991). *Securities Regulation:*

- Cases and Materials*. Wolters Kluwer Law & Business.
- Cuena Casas, M. (2019). Fintech y crédito responsable: Big Data y credit scoring. En F. Zunzuegui (dir.), *Regulación Financiera y Fintech* (cap. 4). Thomson Reuters Aranzadi.
- (2019). *Las fintech de préstamos o crowdlending - La contratación a través de plataformas intermediarias en línea*. Reus editorial.
- Delgado, J., & Pérez Asenjo, E. (2009). Antitrust y Tarjetas de Pago: En busca de la Tasa de Intercambio Óptima. *Perspectivas del Sistema Financiero*, (97), 49-58.
- Galacho Abolafo, A. (2017). Crowdfunding y shadow banking: plataformas de financiación participativa (PPFS) y la protección de los inversores. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 36(145), 173-203.
- Gállego Lanau, M. (2020). Los remedios ante el incumplimiento de las obligaciones de transparencia en las plataformas de financiación participativa. En M. Alonso Pérez & E. Hernández Sáinz (dirs.), *Servicios digitales, condiciones generales y transparencia* (pp. 195-226). Aranzadi Thomson Reuters.
- Gázquez Serrano, L. (2007). *El contrato de mediación o corretaje*. La Ley.
- Gilson, R., & Kraakman, R. (1984). The Mechanism of Market Efficiency. *Virginia Law Review Association*, (70), 549- 644.
- Havrylchyk, O. (2018). *Regulatory framework for the loan-based crowdfunding platforms* (Working Paper 1513). <https://doi.org/10.1787/24ad924a-en>
- Jiménez Alemán, J. (2021). Análisis de los conflictos de intereses en la financiación participativa: alertas y propuestas en un nuevo escenario de interacción financiera. *Revista de Derecho del Sistema Financiero: mercados, operadores y contratos*, (1), 223-274.
- Kirby, E., & Worner, S. (2014). *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast* (IOSCO Research Department Working Paper SWP3/2014). <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>
- Lázaro Sánchez, E. (2018). Crowdfunding: una fórmula de cooperación económica en la era digital. En F. de la Vega García, & E. Lázaro Sánchez (dirs.), *Crowdfunding: cooperación colectiva al servicio de la financiación* (pp. 19-46). Aranzadi Thomson Reuters.
- López Ortega, R. (2016). Las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 35(144), 83-106.
- Macanás Vicente, G. (2018). Calificación y caracteres del contrato de mediación con la plataforma de *crowdfunding*. En F. de la Vega García, & E. Lázaro Sánchez (dirs.), *Crowdfunding: cooperación colectiva al servicio de la financiación* (pp. 73-103). Aranzadi Thomson Reuters.
- Moreno Serrano, E. (2016). Configuración jurídica del “*crowdfunding*” como forma alternativa de financiación. En L. González-Serrano, & E. Moreno Serrano (coords.), *Crowdfunding: aspectos legales* (cap. 1). Aranzadi Thomson Reuters.
- Otiniano Campos, G., & Salas Vigo, M. (10 de julio de 2017). *¿Regular o no regular? El reto que trae el servicio de asesoría financiera* [ponencia]. 21º Conferencia Anual de la Asociación Latinoamericana e Ibérica de Derecho y Economía (ALACDE).
- Rivadeneira Sánchez, J. (1994). La mediación contractual: contrato de corretaje. En L. Pizarro Aranguren (coord.), *El Derecho Civil peruano: perspectivas y problemas actuales* (pp. 238-263). Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Rodríguez de las Heras Ballell, T. (2016). La responsabilidad de las plataformas: alcance, límites y estrategias. En L. González-Serrano, & E. Moreno Serrano (coords.), *Crowdfunding: aspectos legales* (cap. 15). Aranzadi Thomson Reuters.
- Rodríguez Martínez, I. (2018). El servicio de mediación electrónica de las plataformas de financiación participativa: marco regulador. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 37(149), 219-254.
- Sánchez Ruiz, M. (2019). Deberes legales y conflictos de intereses de las plataformas de financiación participativa. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 38(153), 11-40.
- Strausz, R. (2017). A Theory of Crowdfunding: A Mechanism Design Approach with Demand Uncertainty and Moral Hazard. *American Economic Review*, 107(6), 1430-1476. <https://doi.org/10.1257/aer.20151700>

Superintendencia de Mercado de Valores [SMV] (2018). *Matriz de comentarios recibidos al Proyecto de Reglamento de la actividad de financiamiento participativo financiero y sus sociedades administradoras*. https://www.smv.gob.pe/Uploads/Matriz_comentarios_Reg_FPF.pdf

Vaisman-Araujo, S. (2018). *Plataformas digitales que facilitan transacciones de consumo: delimitación de responsabilidades de los proveedores frente a los usuarios finales en el marco del Derecho de Protección al Consumidor* (tesis de licenciatura en Derecho). Universidad de Piura, Lima, Perú.

Vieira Dos Santos, J. (2017). Portuguese Crowdfunding Act. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 36(147), 227-252.

Zunzunegui, F. (2015). *Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (Crowdfunding- Spanish Crowdfunding Act)* (Working Paper 3/2015). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2628249>

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Circular 003-2020-BCRP, Banco Central de la Reserva del Perú, 31 de enero de 2020 (Perú).

Decreto de Urgencia 013-2020, Decreto de Urgencia que promueve el financiamiento de la MIPYME, emprendimientos y Startups, Diario Oficial *El Peruano*, 22 de enero de 2020 (Perú).

Decreto Legislativo 861, Ley de Mercado de Valores, Diario Oficial *El Peruano*, 22 de octubre de 1996 (Perú).

Directiva 2007/64 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior, por la que se modifican las Directivas 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE y 2006/48/CE y por la que se deroga la Directiva 97/5/CE, 2007 O.J. (L 319) 1.

Directiva 2014/65 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE, 2014 O.J. (L 173) 349.

Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera, *Diario Oficial de la Federación*, 9 de marzo de 2018 (Méx.).

Ley 5/2015, Ley de fomento de la financiación empresarial (B.O.E. 2015, 5) (Esp.).

Ley 26702, Ley General del Sistema Financiero y Sistema de Seguros, Diario Oficial *El Peruano*, 13 de julio de 2017.

Real Decreto 217/2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre (B.O.E. 2008, 217) (Esp.).

Real Decreto Legislativo 1/2007, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias (B.O.E. 2007, 1) (Esp.).

Real Decreto Legislativo 4/2015, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (B.O.E. 2015, 4) (Esp.).

Reglamento 2020/1503, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937, 2020 O.J. (L 347) 1 (UE).

Resolución de Superintendencia 00034-2015, Reglamento de Agentes de Intermediación, Superintendencia del Mercado de Valores, 19 de diciembre de 2015 (Perú).

Resolución de Superintendente 012-2020-SMV/01, que autoriza la difusión del Proyecto de "Reglamento de la Actividad de Financiamiento Participativo Financiero y sus Sociedades Administradoras", Diario Oficial *El Peruano*, 26 de noviembre de 2020 (Perú).

Resolución de Superintendente 045-2021-SMV/02, que aprueba el Reglamento de la actividad de financiamiento participativo financiero y sus sociedades administradoras, Diario Oficial *El Peruano*, 19 de mayo de 2021 (Perú).

S.T.S., 7 de febrero de 2007, (No. 63/2007) (Esp.).