



Maestría en Finanzas

¿Es el crowdfunding el método de financiamiento para startups que Argentina necesita para potenciar su crecimiento económico en el contexto actual?

Autoría: Ramírez, Martín Andrés

Año: 2017

¿Cómo citar este trabajo?

Ramírez, M. (2017). *“¿Es el crowdfunding el método de financiamiento para startups que Argentina necesita para potenciar su crecimiento económico en el contexto actual?”*. [Tesis de maestría. Universidad Torcuato Di Tella]. Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella.

<https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/10964>

El presente documento se encuentra alojado en el **Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella** bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial-Compartir Igual 4.0 Internacional
Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>

Trabajo Final de Graduación Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2017

Alumno: Martin Andrés Ramirez

¿Es el crowdfunding el método de financiamiento para startups que Argentina necesita para potenciar su crecimiento económico en el contexto actual?

Abstracto

En el presente trabajo se analiza la industria del llamado financiamiento colectivo o *crowdfunding*, cuya esencia radica en unir a emprendedores de proyectos con necesidad de financiamiento con gente dispuesta a realizar un aporte, a modo de inversión o no (en base a recompensas), en dicho proyecto. Se estudia el exponencial crecimiento que tuvo esta industria en los últimos años, de la mano del nuevo internet y la gran penetración de las redes sociales a nivel mundial, logrando alcanzar la cifra de 34bn USD, en fondos aportados, en el año 2015.

Se plantea la hipótesis de que el *crowdfunding* sea el método que las *startups* necesitan para crecer, dado el adverso contexto económico que está atravesando la Argentina. Se analiza el marco económico actual, donde existe déficit fiscal apremiante, el cual culminó en 2016 con un rojo 4,6% del PBI, que a su vez está siendo financiado principalmente con emisión de deuda. Sumado a esto, altos niveles de desempleo y el nivel de crédito al sector privado más bajo de toda la región, con créditos que alcanzan sólo el 18% de nuestro PBI.

Se describe cómo esta metodología de financiamiento fue autorizada y reglamentada en Argentina por primera vez a fin de Marzo 2017, con la sanción y promulgación de la nueva Ley de Apoyo al Capital Emprendedor, quedando la operatoria bajo la regulación de la Comisión Nacional de Valores. Con esta nueva ley el actual gobierno nacional busca crear fuentes de financiamiento que sean de fácil acceso para nuevas y existentes *startups*, fomentando así el desarrollo de la industria nacional y la creación de puestos de trabajo para la población.

Además, se presentan los beneficios del financiamiento colectivo, así como sus riesgos, tanto los asociados a cualquier operación financiera, como los propios de esta modalidad, que se caracteriza por el hecho de desarrollarse en un entorno completamente *online*. Se hace foco en las escasas y lejanas estrategias de salida que tiene un inversor que realiza un aporte de fondos mediante este método.

El trabajo efectúa una estimación del tamaño potencial del mercado de *crowdfunding* en la Argentina, teniendo en consideración los ingresos de la población, así como los niveles de pobreza y asimetría social que existe en el país, y considerando también el nivel de penetración de redes sociales. Con esto, se arriba a un mercado potencial de 595 millones de USD, a los cuales podrían adicionárseles 295 millones de USD provenientes del reciente y exitoso blanqueo de capitales.

Se concluye que efectivamente el *crowdfunding* es el método de financiamiento para *startups* del futuro, aunque su crecimiento en el mercado Argentino llevará tiempo. Producirá un impacto positivo en la economía del país, dado el potencial para generar hasta 30 mil puestos de trabajos directos para la sociedad.

Índice

Abstracto	2
Introducción	5
Coyuntura económica Argentina	11
Bajos niveles de crédito al sector privado respecto a otros países	21
Aporte al Producto Bruto Interno de las PyMES en Argentina comparada al resto del mundo:	24
Objetivos del trabajo	26
Hipótesis a analizar dada la situación actual de la Argentina:	26
Marco Teórico	27
Formas de Crowdfunding	27
Plataformas de crowdfunding de comunidad	30
Kickstarter	31
Indiegogo	33
Plataformas de crowdfunding de inversión	35
Crowdfunding y micro fondeo	37
Crowdfunding y el ciclo de fondeo de un proyecto	38
Marco regulatorio	41
Marco regulatorio en el mundo	41
Regulación del financiamiento colectivo en base a deuda:	41
Regulación del financiamiento colectivo en base a equity:	42
Marco regulatorio en Argentina	43
Ley 27. 349 - Apoyo al Capital Emprendedor	43
Figura de financiamiento colectivo	45
Desarrollo del trabajo	50
Modelos de crowdfunding, ventajas y desventajas de cada uno	50
Beneficios asociados al financiamiento colectivo	51
Riesgos asociados al financiamiento colectivo de inversión	55
Riesgo de crédito del emprendedor:	55
Riesgo de plataforma <i>online</i> :	57
Riesgo de dilución:	58
Riesgo de fraude:	59
Asimetría de la información y su calidad:	60
Riesgo de inversores inexperimentados:	60
Riesgo de iliquidez:	61
Riesgo de ciberataque:	61
Otras formas de financiamiento disponibles para <i>startups</i>	62
Estrategias de salida del financiamiento colectivo de inversión	64

Cobro de intereses y principal:.....	65
Distribución de dividendos:.....	65
Venta, fusión o IPO:.....	66
Factores necesarios para la creación de un ecosistema adecuado de financiamiento colectivo	67
Caso Afluenta - Crowdfunding en base a deuda	69
Casos exitosos de financiamiento colectivo de empresas argentinas.....	77
Caso BlueSmart	77
Caso Hickies	80
Impacto del financiamiento colectivo en la economía real.....	81
Estimación del tamaño del mercado para el financiamiento colectivo en países en desarrollo	81
Estimación mercado potencial de financiamiento colectivo en Argentina	86
Indicadores del impacto en la economía real de Argentina	95
Conclusión	103
Bibliografía.....	107
Anexos	110
Cuentas Sueldo en el Sistema Financiero Argentino	110
Infografía sobre Afluenta	110

Introducción

El *crowdfunding* o financiamiento colectivo es una industria joven que está teniendo un crecimiento exponencial en la última década, ayudada por la nueva internet 2.0 que posibilita la fluida relación entre posibles inversores y sus correspondientes contrapartes. El principal argumento que posee es el de vincular posibles inversores con empresas que están dando sus primeros pasos y están ávidas de financiamiento ya sea para llevar adelante un proyecto puntual o para financiar el crecimiento orgánico de su organización. La clave de este método de financiamiento, y que lo diferencia de otras formas de financiamiento, es que todas las transacciones ocurren de forma *online* a través de las más de 2.000 plataformas destinadas a este negocio.

En el año 2012 había más de 700 plataformas de financiamiento colectivo a nivel mundial, de las cuales 191 estaban radicadas en los Estados Unidos. A continuación, se muestra el desagregado por país de las plataformas activas al año 2012:

Number of crowdfunding platforms worldwide in 2012

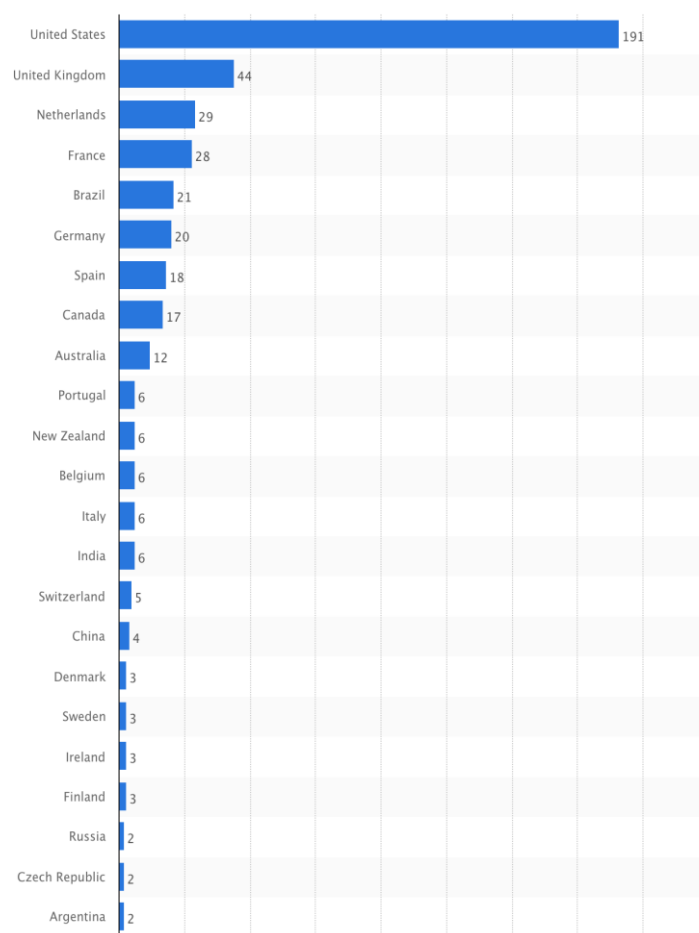


Gráfico N° 1- Fuente: Massolution, reporte sobre la industria Crowdfunding en 2015.

Como se puede observar el grueso de las plataformas estaban radicadas en Estados Unidos y en las principales economías europeas junto a Brasil aportando para los países emergentes.

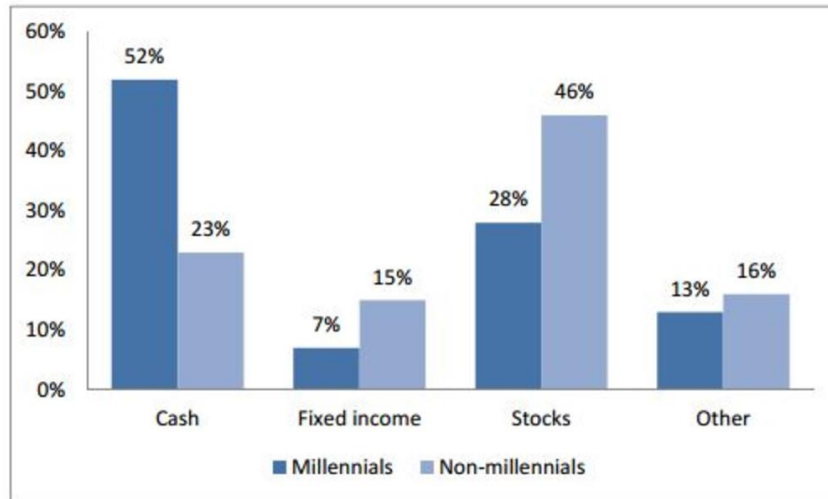
Hacia finales del 2015 ya se registraban 1250 plataformas a nivel mundial. Por lo que el crecimiento en nada más que tres años de un 78%. Uno de los motivos de este marcado crecimiento debe atribuirse a los favorables cambios en el ambiente regulatorio que se evidenciaron en el mundo en los últimos años. Ejemplos de estos cambios son los realizados por Estados Unidos en el año 2012 con la aprobación de la ley *Jumpstart Our Business Startups* (JOBS) para promover el desarrollo de las *startups* norteamericanas. Dicha ley reglamentó la emisión de *securities* mediante *crowdfunding*, permitiendo también que inversores no calificados puedan participar de dichas emisiones públicas y por último sube el monto máximo que un proyecto puede obtener por vías de *crowdfunding* de 5 a 50 millones de USD.

Países de Europa también allanaron el camino para el florecimiento del financiamiento colectivo. Italia en el año 2012 se convirtió en el primer país de Europa en aprobar una ley por la cual pequeñas y medianas empresas podrán buscar financiamiento de manera *online*. Luego CONSOB, el equivalente italiano a la CNV Argentina, emitió una regulación que consiste en una serie de reglas para implementar la ley, estas reglas abarcan desde la creación de plataformas *online*, los requisitos para poder registrarse y reglas de conducta de la operatoria. En la Argentina, esta metodología de financiamiento fue autorizada y reglamentada en por primera vez a fin de Marzo 2017, con la sanción y promulgación de la nueva Ley de Apoyo al Capital Emprendedor, quedando la operatoria bajo la regulación de la Comisión Nacional de Valores (CNV). Con esta nueva ley el actual gobierno nacional busca crear fuentes de financiamiento que sean de fácil acceso para nuevas y existentes *startups* y *PYMES*, fomentando así el desarrollo de la industria nacional.

Otra causa del marcado crecimiento que está teniendo la industria del *crowdfunding* puede explicarse por quienes son sus principales usuarios desde el lado inversor. En un estudio realizado por la firma *Democratising Finance* se analiza cómo los cambios en el comportamiento de los inversores están alimentando el crecimiento de una industria financiera alternativa siendo el mayor exponente de esto el financiamiento colectivo. El estudio concluye que los *millennials* son diez veces más propensos a usar una plataforma de *crowdfunding*. Los *millennials* buscan por soluciones móviles y *online* que ofrecen ilimitadas y rápidas interacciones con su contraparte. Esta nueva raza de inversores, cuya cantidad es año tras año mayor, encuentra en la apertura e interacción de las plataformas de *crowdfunding* un ambiente más propicio para canalizar sus inversiones. Un estudio similar, realizado por *Goldman Sachs* en el año 2015 muestra cómo los *millennials* son más propensos a mantener mayor parte de su patrimonio en efectivo en vez de invertirlo en acciones, siendo que con generaciones de mayor edad sucede lo contrario. En el siguiente gráfico se puede ver un resumen de esta situación:

Exhibit 15: Millennials are less invested in stocks...

Approximate overall asset allocation; other includes alternative investments, real estate, commodities, etc.



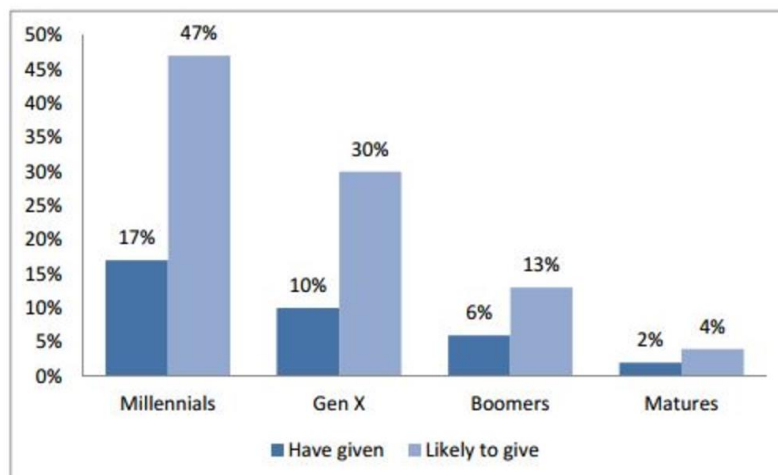
Source: Gallup

Gráfico N° 2

Otra sección del mismo reporte muestra cómo los *millennials* ya han apoyado un proyecto de *crowdfunding* o están dispuestos a hacerlo en comparación al resto de las generaciones. La diferencia es muy evidente, sobre cómo las generaciones jóvenes ven con mejores prospectos al financiamiento colectivo. En el siguiente gráfico podemos observar los resultados de esto:

Exhibit 16: ...And more likely to participate in crowdfunding

% of respondents who have given or are likely to give via crowdfunding in the next 12 months



Source: Blackbaud

Gráfico N° 3

La naturaleza de las plataformas de *crowdfunding* atraen a los *millennials* quienes tienen un marcado deseo de que sus decisiones de inversión reflejen su vida social, política y valores para con el medio ambiente. De acuerdo a una encuesta realizada por *US Trust*, esta generación es más propensa a aceptar menores retornos y mayores riesgos para invertir en una compañía que posea un impacto positivo en la sociedad y en el medio ambiente. Resultados de la encuesta mencionada:

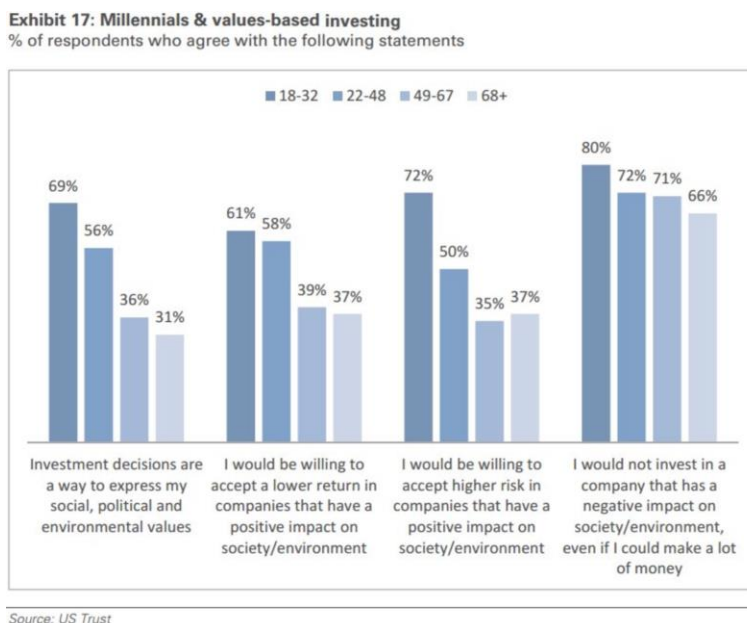


Gráfico N° 4

No es de sorprender que muchas de los proyectos más exitosos en las plataformas de financiamiento colectivo del mundo sean proyectos con un marcado fin social. Ejemplo de esto es el proyecto “*An hour of code*”, que financia clases introductorias de programación para alumnos de todo el mundo. Dicho proyecto fue uno de los que más fondos recaudaron en la popular plataforma *Indiegogo*.

Tal vez el principal factor de crecimiento exponencial del *crowdfunding* sea la creciente tendencia de innovaciones tecnológicas sumadas a la integración del financiamiento colectivo con las ya populares redes sociales. En sus inicios el *crowdfunding* operaba como opciones de financiamiento en base a recompensas o donaciones únicamente. Hoy en día, ha evolucionado y crecido ofreciendo opciones de financiamiento bajo la forma de deuda y *equity*. Se evidencia una creciente tendencia a integrar las plataformas de *crowdfunding* con las redes sociales. Las plataformas de financiamiento colectivo se benefician de los fuertes efectos de difusión que poseen las redes sociales, logrando que aumenten el número de campañas activas en su sitio y el número de potenciales inversores. Los inversores al financiar un proyecto se ven incentivados a difundir su apoyo en las redes sociales, para ayudar a que este alcance su meta de financiamiento, incrementando así el ratio de éxito de la campaña. La mayor cantidad de proyectos financiados con éxito atraen emprendedores y otros creadores a empezar campañas

propias en la plataforma, creando un círculo virtuoso de crecimiento en ambos lados del sistema.

Gracias a los factores expuestos previamente la industria del financiamiento colectivo está doblando su volumen de transacciones año tras año alcanzando en el año 2015 un monto de 34.000 Millones USD a nivel global. El siguiente cuadro ilustra el aumento anual que tuvo la industria y lo desagrega por los distintos tipos de financiamiento colectivo que existen:

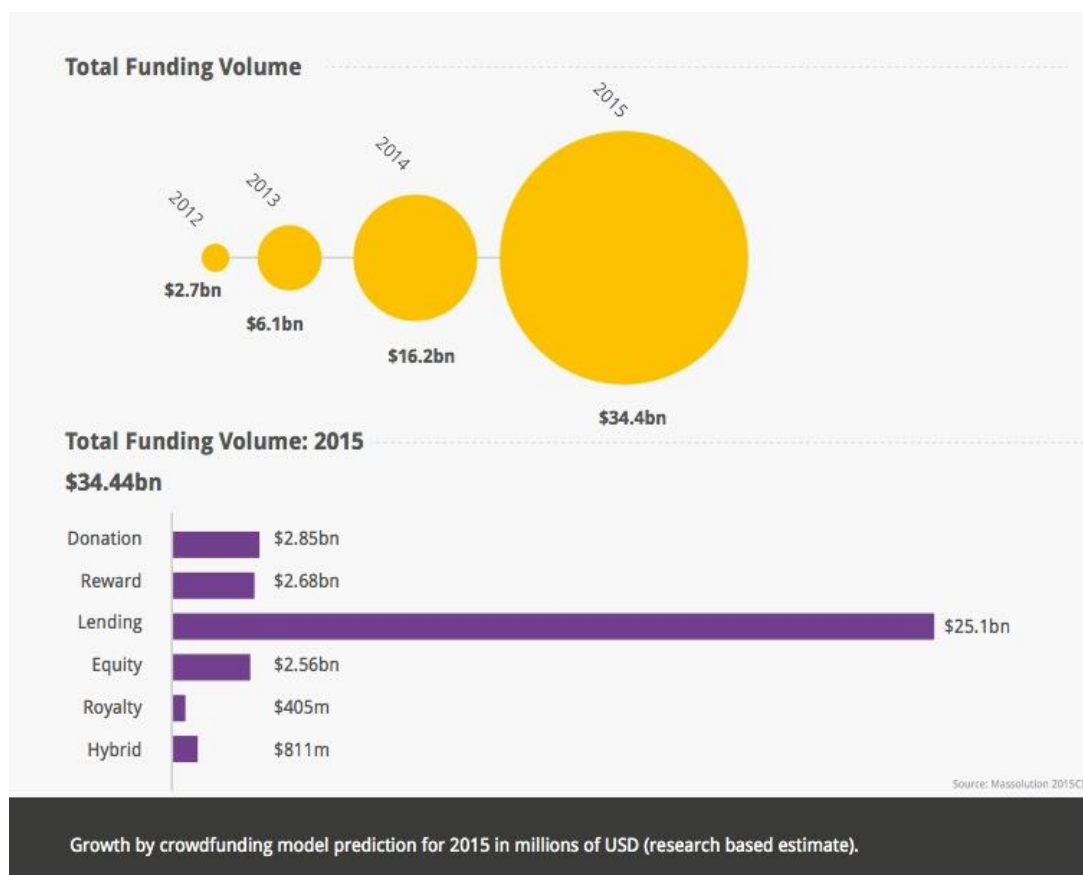
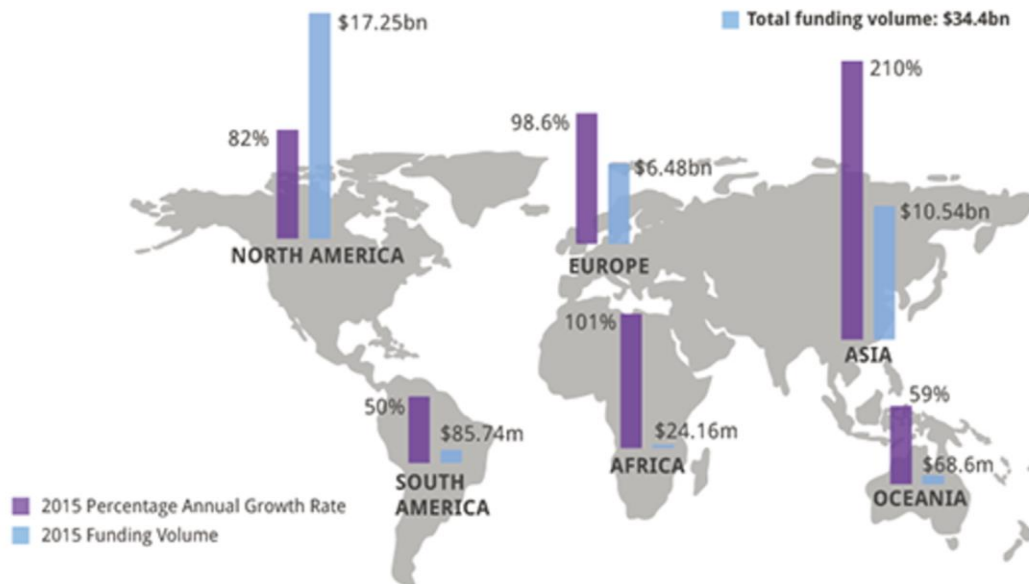


Gráfico N° 5 - Fuente: Massolution, reporte sobre la industria Crowdfunding en 2015.

Cabe mencionar que los 25.000 Millones de USD corresponden a plataformas de *Peer to Peer Lending* (P2P) que es una forma de *crowdfunding*.

Si analizamos a la industria del financiamiento colectivo por continentes nos encontramos a Norteamérica como el principal jugador con \$17.25bn USD, seguido de cerca por Asia con \$10.5bn USD y Europa con \$6.5bn USD. Mientras que América Latina, África y Oceanía hacen un aporte marginal de \$177m al volumen total. En el siguiente gráfico se puede ver lo descripto:



Growth by crowdfunding region prediction for 2015 in millions of USD (research based estimate)

Grafico N° 6 - Fuente: Massolution, reporte sobre la industria Crowdfunding en 2015.

Coyuntura económica Argentina

Argentina está atravesando una situación macroeconómica más que delicada, con una actividad industrial que no termina de despegar, un banco central que desde Septiembre 2016 está llevando a cabo un régimen de metas de inflación para lograr reducir los elevados niveles de inflación heredados de la gestión anterior. Dichos niveles se debieron principalmente a que la Argentina estaba cerrada a los mercado de capitales internacionales, por el default de sus bonos soberanos, lo cual obligó al gobierno a financiar el déficit fiscal con emisión de pesos por parte del Tesoro aumentando así la base monetaria y ante la invariabilidad en la demanda de pesos se tradujo en niveles crecientes de inflación. El gobierno anterior, intentó fijar el tipo de cambio con el objetivo de anclar expectativas inflacionarias y para evitar fuga de capitales y frenar el sangrado de las reservas del BCRA. A continuación un breve resumen en números de cómo estas políticas repercutieron en los indicadores de salarios, devaluación e inflación de la última gestión, y proyecciones para el año en curso:

Salarios, devaluación e inflación

En variación equivalente anual

	Salario Sector Privado Registrado	Devaluación (TC oficial)	TC oficial (EOP)	Inflación
2004-2007	19%	2%	3,1	11%
2008-2011	25%	8%	4,3	21%
2012-2015	28%	27%	11,2	29%
2016 (p)	34%	60%	15,5	40%
2017 (p)	25%	13%	18,0	19%

Tabla N° 1 - Fuente: DFC Associates, reporte sobre Economía Argentina, Enero 2017.

La actual administración del Presidente Macri heredó un país con graves problemas económicos, de los cuales algunos se contraponen en cuanto a las medidas que son necesarias para solucionarlos.

En primer lugar el actual gobierno se vio con un país que venía de años de intermitencia en cuestión de crecimiento de su Producto Bruto Interno (PBI). La gestión anterior no supo aprovechar el superciclo de *commodities* que se dio en la primera década del siglo XXI ya que no reinvertió dichos ingresos en infraestructura para poder sustentar un crecimiento económico en el tiempo, sino que lo usaron para financiar el gasto público corriente y aumentar las reservas del BCRA, las cuales fueron disminuyendo desde

finés de 2011 con la implementación del cepo cambiario. A continuación la evolución de la variación interanual del PBI Argentino de la última década:

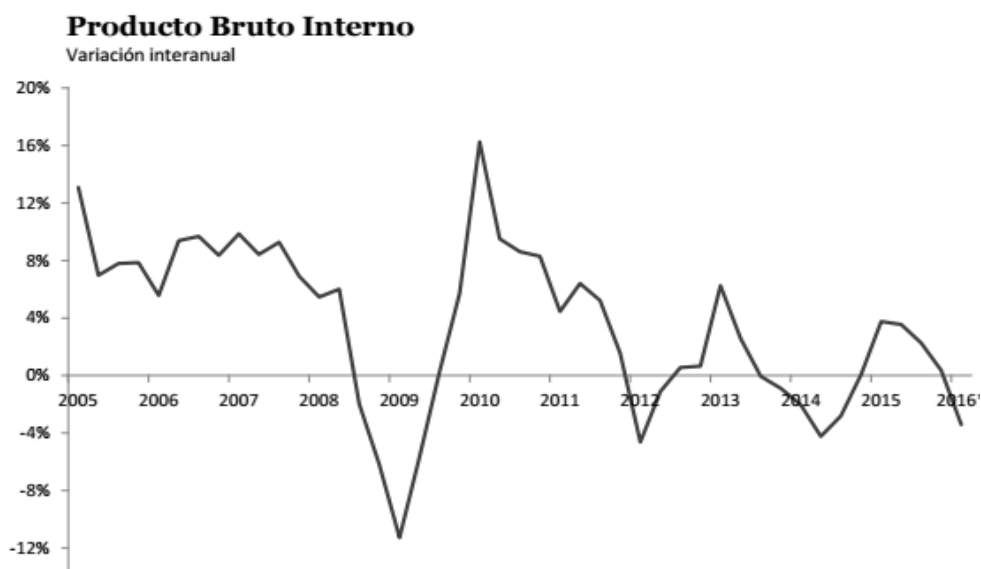


Gráfico N° 7 - Fuente: Nicolás Dujovne y Asociados, presentación sobre Economía Argentina, Noviembre 2016.

Otro problema adquirido fue el déficit fiscal creciente desde el fin del ciclo de precios elevados de *commodities* en el año 2010. El fin de dicho ciclo dejó en evidencia la mala administración de los fondos públicos, que en gran medida fueron destinados a brindar subsidios sociales y en las tarifas reguladas de los servicios públicos como son el transporte, la luz, el gas y el agua. Tras años de dejar dichas tarifas fijas el gobierno de Macri tomó la decisión de gradualmente ir aumentándolas para que reflejen los costos reales de obtención de dichos recursos, reduciendo así el monto del subsidio y ayudando así a sanar el rojo fiscal.

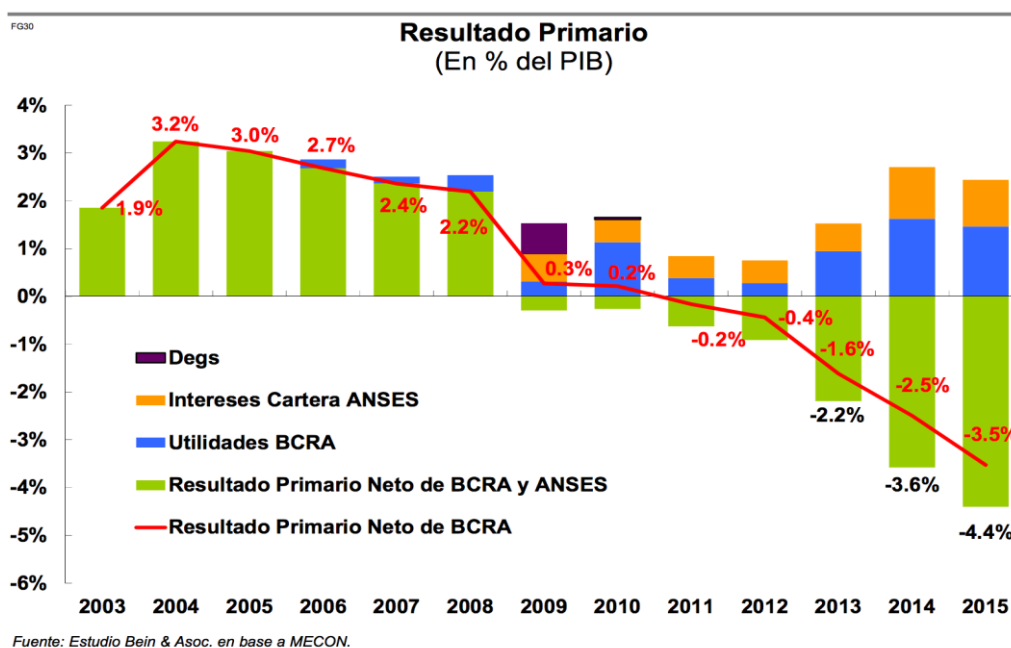


Gráfico N° 8

En el año 2016, con la ayuda del ingreso de los fondos del reciente blanqueo de capitales, el Ministerio de Hacienda anunció que se sobre cumplió la meta fiscal fijada del 4,8% del PBI y se concluyó el año con un déficit fiscal primario de 4,6% del PBI. Este resultado fue posible a partir de que durante los últimos dos meses del año, y en especial en diciembre, la recaudación impositiva se vio impulsada por el pago de las penalidades correspondientes a la adhesión al sinceramiento fiscal. De esta forma, el fisco recolectó unos 120.000 millones de pesos adicionales que favorecieron este resultado. Algo que vale la pena mencionar es que dicha cifra se alcanzó considerando la reducción en la presión tributaria por casi 2 % del PBI, algo que el actual Ministro de Hacienda Dujovne tiene como prioridad, ya que en la Argentina hay impuestos distorsivos como es el caso del Impuesto a los Ingresos Brutos, otros muy desactualizados como el Impuesto a las Ganancias y otros regresivos como lo es el IVA.

Para 2017, la meta oficial es alcanzar un déficit de 4,2% del PBI, objetivo para el cual el ministro Dujovne ya no contará con el mismo volumen de aportes extras, aunque hasta marzo podrán seguir ingresando pagos de la última parte del programa de sinceramiento fiscal. A continuación en detalle la meta fiscal para el año en curso:

La meta fiscal de 2017

En % del PBI

Déficit primario 2016	4,7%
<u>Factores de incremento del déficit:</u>	
Movilidad previsional y reparación histórica	0,8%
Programa de obras de infraestructura	0,1%
<u>Factores de reducción del déficit:</u>	
Reducción en subsidios energéticos	1,0%
Otros recortes en transfcias. (sec. Públ. Y sec. Priv.)	0,5%
Crecimiento recursos por actividad económica	0,1%
Déficit primario 2017 - Proy Presupuesto 2017	4,2%
Medidas no contempladas en presupuesto 2017	
<u>Factores de incremento en el déficit:</u>	
Modificación impuesto a las ganancias	0,5%
Baja de retenciones soja	0,2%
No tener ingreso extraordinario del blanqueo	0,4%
<u>Factores de reducción del déficit:</u>	
Privatizaciones + venta acciones FGS	1,2%

Tabla N° 2 - Fuente: Nicolás Dujovne y Asociados, presentación sobre Economía Argentina, Noviembre 2016.

Como puede verse, desde el ministerio de Hacienda buscan contener el déficit fiscal, mediante la reducción de subsidios en las tarifas reguladas de los servicios públicos, en este caso el de mayor impacto es el sector energético con un aporte del 1% del PBI. El crecimiento de los recursos por aumento de la actividad económica aporta únicamente

un 0,1% del PBI, es en este número donde se debe hacer foco. Por el lado de los factores que más impactan en el aumento del déficit fiscal del corriente año tenemos la reparación histórica de los jubilados, la cual fue hecha con fondos obtenidos en el blanqueo de capitales, que aporta un 0,8% del PBI. Se plantean también factores que al momento de aprobarse el presupuesto 2017 no fueron considerados, como lo son: una nueva modificación en el impuesto a las ganancias que podría impactar en un aumento del déficit de un 0,5% del PBI, o la baja a las retenciones de la soja (único grano que aún tiene retenciones, tras la quita al trigo y al maíz). Por el lado de no contar con un ingreso extraordinario por el sinceramiento fiscal no habría motivos para preocuparse, ya que el mismo alcanzó la cifra récord de 116.800 Millones USD, lo que le reportó ingresos al fisco por 9.500 Millones de USD o 148.000 Millones de ARS. También repercutió en el aumento de la base imponible, la base de Bienes Personales saltó de 116.000 millones de USD a 226.000 millones de USD.

El gobierno actual también adquirió un tipo de cambio congelado, con el llamado cepo cambiario, instaurado a fines de 2011 para evitar la fuga de capital al exterior y evitar que caigan las reservas, algo que finalmente no se pudo evitar. Contra esto la gestión actual sinceró el tipo de cambio, dejándolo flotar libremente entre bandas en las que el BCRA se siente cómodo. Esto le permitió al país recuperar la competitividad en los mercados internacionales, y sumado a la quita de las retenciones a las exportaciones de granos le permitió al sector agrícola poder volver a crecer después de años de estancamiento. La rectificación del tipo de cambio le permitió al gobierno que el juez Griesa levantara el bloqueo contra Argentina y pudiera así volver al mercado de capitales internacionales para colocar deuda, en primer lugar para pagarle a los *holdouts* (9.500 millones de USD) y luego para financiar el déficit fiscal apremiante. La emisión total del año 2016 tanto en el exterior como colocación local alcanzó los 50.000 millones de USD, ya que el gobierno eligió cubrir el déficit fiscal con deuda en lugar de un ajuste fuerte en subsidios que podrían generar una recesión muy profunda. Para el año 2017 el Ministerio de Finanzas prevé emitir deuda por 40.000 millones de USD. Por un lado precisa unos USD 23.000 millones para cubrir el déficit fiscal previsto en 4,2% del PBI, otros 8.600 millones de USD para pagar intereses de deuda y unos 20.250 millones de USD para vencimientos de capital (17.425 millones de USD de títulos públicos y 2.819 millones de USD a organismos internacionales). A continuación el detalle de las emisiones de deuda tanto a nivel nacional, como provincial y corporativo desde la asunción del Presidente Macri:

**Emisiones de deuda de Nación, Provincias y Empresas,
Diciembre 2015-Enero 2017 (en millones de dólares)**

Emisor	Millones de USD	Rango vencimiento (años)	Rango tasa de interés (%)
Gobierno Nacional	52.527		
Fondos buitre	16.500	3,0 - 30,0	6,25 - 7,63%
Canje letras BCRA	13.697	6,0 - 11,0	7,75 - 7,88%
Recompra cupones PIB	2.750	12,0 - 20,0	6,63 - 7,13%
Letras del Tesoro	9.830	0,25 - 0,68	2,5 - 3,5%
Otros bonos	9.750	5,0 - 10,0	4,15 - 7,0%
Gobiernos Provinciales	7.025		
Buenos Aires	3.000	3,0 - 11,0	4,35 - 9,74%
CABA	890	1	7,63%
Córdoba	900	5,0 - 10,0	7,13%
Chubut	700	5,0 - 10,0	7,75 - 8,88%
Mendoza	500	8	8,63%
Salta	300	7	9,25%
Santa Fé	250	10	6,90%
Chaco	250	8	9,50%
Neuquén	235	12	8,63%
Empresas	6.888		
YPF	2.256	3 - 7,5	3,75 - 8,5%
IRSA	545	3,0 - 7,0	7,0 - 8,75%
Cablevisión	500	7	6,50%
Petrobras	500	7	7,50%
Banco Macro	400	10	6,75%
Arcor	350	7	6,00%
Cía Gral de Combustibles	300	5	Badlar + 9,5%
Alto Paraná	270	1	6,38%
Banco Galicia	250	10	8,25%
Central Térmica Roca	250	7	9,63%
Capex	200	2	8,75%
Clisa	200	7	9,75%
Edenor	177	6	9,75%
Banco Hipotecario	150	4,5	9,75%
Otros	540	2,0 - 20	4,85 - 11,0%
Total general	66.440		

Tabla N° 3 - Fuente: Nicolás Dujovne y Asociados, presentación sobre Economía Argentina, Abril 2017.

El elevado déficit fiscal del país, genera que el Estado necesite financiar parte del mismo con emisión de deuda, que se coloca en un porcentaje en el mercado local ya que los inversores se ven más atraídos por las elevadas tasas y el menor riesgo que presenta el Estado respecto de prestarle la plata al sector privado, generándose así un efecto *crowding out* sobre el sector privado en pos del sector público.

Por último, quizás el mayor problema con el que se encontró el gobierno actual es la alta inflación ocasionada por años de emisión de pesos para cubrir el déficit fiscal. Contra esto el Banco Central tomó la acertada decisión en septiembre 2016 de instaurar un régimen de metas de inflación para ir guiando la inflación mediante su tasa de política monetaria, la de Lebacs en un comienzo y desde hace dos meses la de pases de 7 días. Para lograr contener la inflación, a principios de 2016 el BCRA tuvo que elevar a 38% la tasa de Lebacs lo que ocasionó una gran recesión ya que produjo que todo el excedente de liquidez se vuelque a dicho instrumento en lugar de al consumo y/o a la inversión. A continuación se muestra como la tasa de política monetaria ayudó a reducir la inflación en el año 2016:

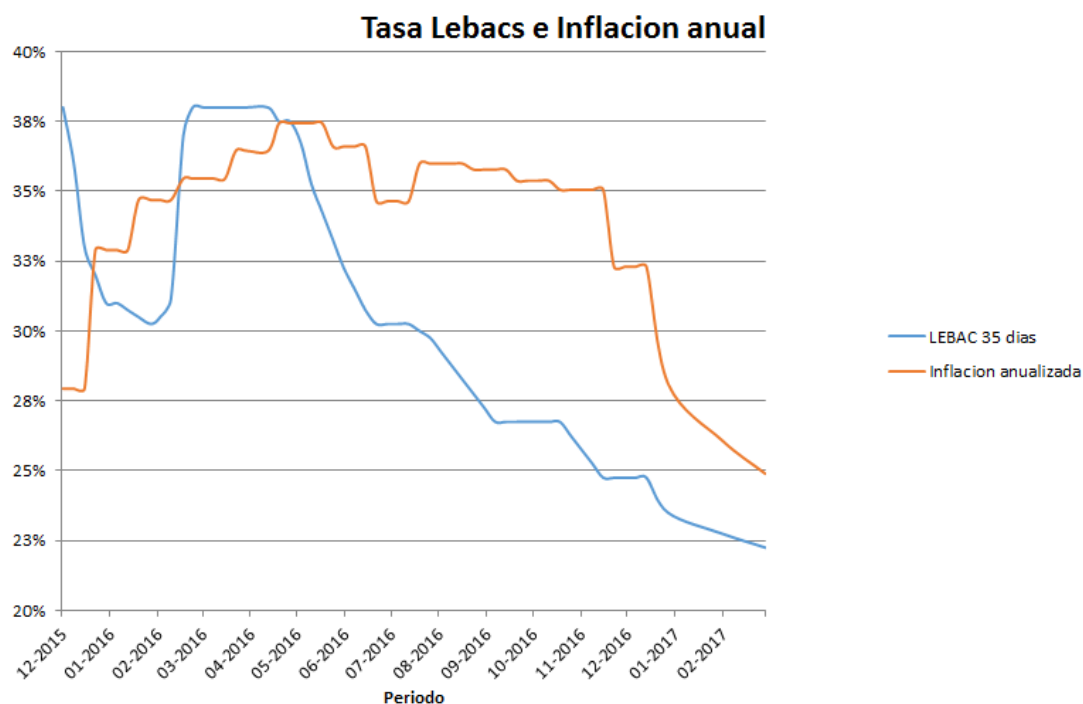


Gráfico N° 9 - Fuente: Elaboración propia con datos de INDEC y BCRA.

Las subas de precios fueron impulsadas, principalmente, por la devaluación de la moneda, la quita o reducción de derechos de exportación y los incrementos en las tarifas de los servicios públicos. También fueron significativas las subas en los precios de medicamentos y servicios de salud. La inflación evidenció una desaceleración en el mes de diciembre (1,2% mensual), permitiendo reducir la inflación interanual de ese mes hasta el 40,6%, muy lejos del 25% prometido por Cambiemos. La relativa estabilidad del tipo de cambio conjuntamente con el proceso recesivo y la apertura comercial, seguramente permitirán una reducción relativa de la inflación en 2017, aunque a niveles superiores a los estimados por el gobierno. Más aún cuando para los primeros meses del año ya se anunciaron fuertes incrementos en las tarifas de los servicios públicos y combustibles.

El dato de inflación de Marzo 2017 de un 2,4%, publicado por el INDEC, ocasionó un duro revés para la meta del 17% anual del BCRA, quien se vio obligado a subir la tasa de política monetaria (la de pases de 7 días) 150bps hasta niveles de 26,25% para ganar credibilidad y continuar su lucha de dominar la inflación, aunque nuevamente postergando la ansiada reactivación económica que se estaba comenzando a visualizar. A continuación un gráfico ilustrativo de la recesión que sufrió el país en el año 2016, y como hacia fin de año comenzó a mostrar signos de recuperación:

Evolución del estimador mensual de la actividad económica (EMAE) y del Índice General de Actividad, Ene/15 - Nov/16 (en número índice y %)

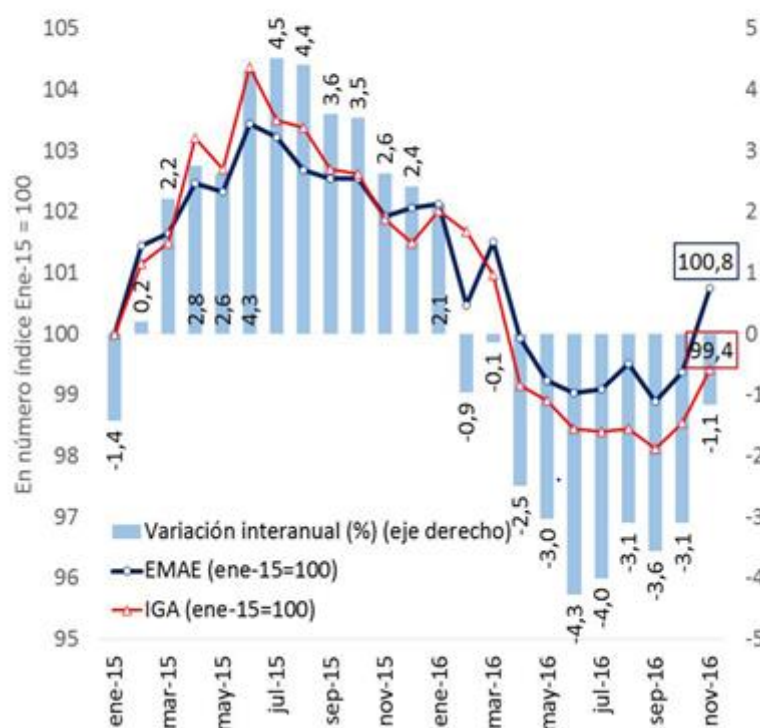


Gráfico N° 10 - Fuente: CIFRA – Centro de Investigación de Formación de la República Argentina en base a INDEC

Como puede verse la recesión fue muy profunda y más larga de lo pronosticado por los diversos analistas y por el mismo gobierno nacional. Luego de tres trimestres de una profunda recesión económica, en los últimos meses de 2016 comenzaron a observarse signos de cierta recuperación del nivel de actividad, con menores caídas interanuales. Aun así, la actividad se mantiene por debajo de los niveles de diciembre de 2015. El impacto de las paritarias en un contexto de desaceleración de la inflación, el leve aumento de la obra pública y las exportaciones en los últimos meses fueron seguramente la base de sustentación de la desaceleración en la caída de la economía. La posibilidad de alcanzar cierta recuperación económica en 2017 está estrechamente asociada a la elevación de los salarios reales, que difícilmente sea de magnitud considerable, y al dinamismo que aporte la obra pública. El crítico escenario internacional, en los comienzos de la era Trump, genera incertidumbre respecto a las exportaciones. Argentina deberá poder adaptarse a las nuevas políticas de comercio de Estados Unidos y también buscar estrechar sus vínculos con la Unión Europea y los países del Mercosur.

En cuanto a la actividad industrial sufrió contracciones significativas a lo largo de 2016, con la excepción del primer bimestre del año, cuando el aumento de la actividad

agroindustrial basada en la liquidación de stocks agrícolas preexistentes posibilitó una acotada recuperación de la industria en su conjunto. Si bien la tendencia a la compresión no terminó de cambiar, en el último trimestre se observa una desaceleración en el ritmo de caída de la actividad industrial. A continuación se muestra un gráfico que ilustra la situación descripta:

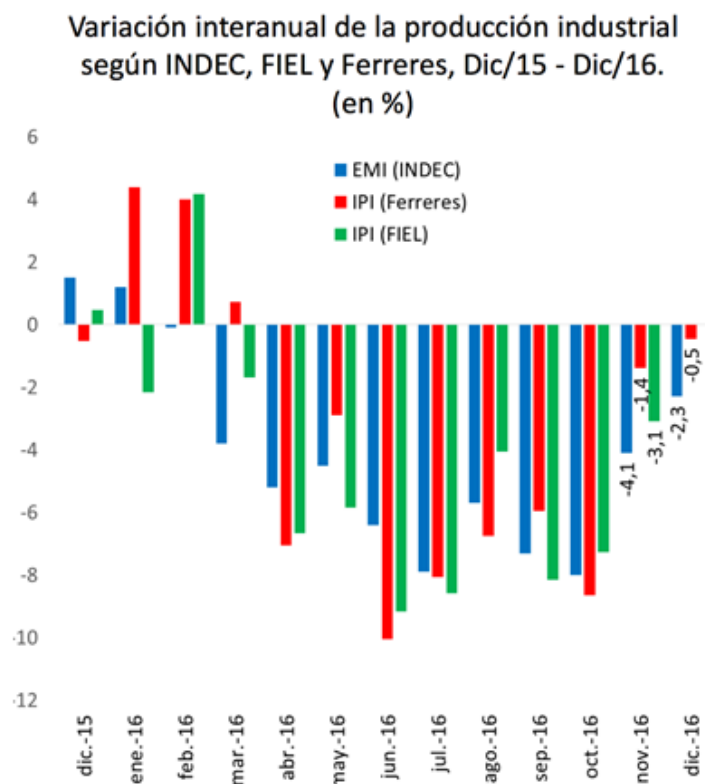


Gráfico N° 11 - Fuente: CIFRA – Centro de Investigación de Formación de la República Argentina en base a INDEC y FIEL.

En cuanto a empleos se trata, en el sector privado se perdieron 127.905 puestos de trabajo registrados entre el 4° trimestre de 2015 y el 3° trimestre de 2016, lo que representa una caída del 2,0%, de acuerdo con la información de SIPA (Sistema Integrado Provisional Argentino) publicada por INDEC. Las mayores caídas de puestos de trabajo registrados entre el cuarto trimestre de 2015 y el tercero de 2016 se dieron en la industria (39.900 puestos menos), la construcción (42.000) y las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (36.450), los sectores más afectados por la recesión. En el caso de la industria manufacturera, las actividades metalmecánicas, incluyendo la automotriz, acumularon las pérdidas mayores, con 16.400 puestos de trabajo menos.

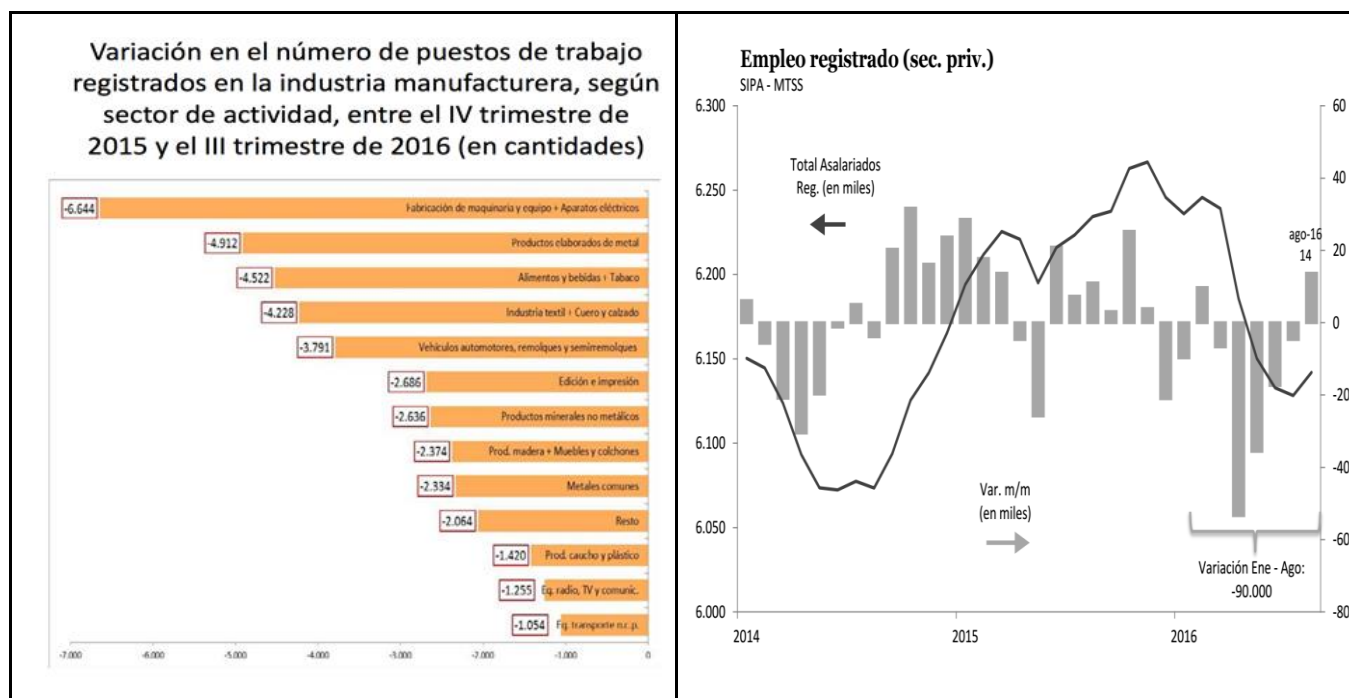


Gráfico N° 12 - Fuente: CIFRA – Centro de Investigación de Formación de la República Argentina en base a INDEC y FIEL (grafico de la izquierda); Gráfico N° 13 - Dujovne y Asociados, en informe sobre economía Argentina, Noviembre 2016 (grafico de la derecha).

Como puede verse el sector privado se vio muy afectado, repercutiendo severamente en reducción de puestos de trabajo directo e indirecto. Se ve también como la caída en el la actividad económica tiene directa correlación con la pérdida de empleos.

La destrucción de puestos de trabajo se tradujo en un incremento en la tasa de desocupación que alcanzó el 8,5% en el 3° trimestre de 2016 según INDEC y que había sido de 5,9% un año antes. Las estadísticas de la Ciudad de Buenos Aires muestran, al igual que ocurre en la nación, un aumento significativo en la tasa de desocupación. Esta tasa, que era del 7,2% de la población económicamente activa (PEA) en el 3° trimestre de 2015 alcanzó el 9,8% en el mismo trimestre de 2016. El cuarto trimestre del año 2016 la tasa de desocupación a nivel nacional, publicada por el INDEC, finalizó con una leve mejoría, totalizando una tasa de desocupación del 7,6%. En este adverso contexto, sumado que se trata de un año electoral, lleva al gobierno a enfrentar un dilema en términos de política económica para la primera mitad del año 2017. El gobierno deberá elegir entre dos alternativas: reducir el gasto público, cerrar paritarias con escasa o hasta nula recuperación de los salarios reales y mantener la tasa de política monetaria elevada castigando el crédito al sector privado. La otra alternativa consiste en priorizar la recuperación de la actividad económica a través del aumento de los salarios en términos reales e incrementar el gasto público para fomentar el consumo, pero esto seguramente venga acompañado por una menor desaceleración en el ritmo de incremento de la inflación.

La profunda recesión que se evidenció en el año 2016 parece haber aminorado su marcha y estudios de economía de primer nivel, como lo son el de Eduardo Cavallo, proyectan una recuperación del crecimiento para 2017 y una reducción del déficit fiscal primario en línea al presupuesto nacional del corriente año. A continuación las proyecciones para los principales indicadores económicos para los próximos dos años:

Resumen proyecciones					
		2015	2016	2017p	2018p
Crecimiento PBI (estimaciones propias)	var. %	2.6%	-2.5%	3.6%	4.7%
Inflación (CP f.d.p)	var. %	27%	41%	27%	13%
Inflación PriceStats (f.d.p.)	var. %	28%	33%	21%	12%
Tipo de cambio (f.d.p.)	ARS/USD	13.0	15.9	19.5	21.1
Balance fiscal primario gobierno federal	% de PBI	-4.0%	-4.6%	-4.2%	-3.4%
Balance fiscal gobierno federal (*)	% de PBI	-6.1%	-6.9%	-7.0%	-6.1%
Balance fiscal gobierno federal (*) + provincias	% de PBI	-7.0%	-8.2%	-8.0%	-6.8%
Balanza comercial (X-M)	USD MM	-3.0	2.1	-1.1	-2.3

(*) Incluyendo BCRA y ANSES

Tabla N° 4 - Fuente: DFC Associates, reporte sobre Economía Argentina, Enero 2017.

Como puede verse en 2017 la Argentina logrará volver a crecer, se estima un aumento del PBI del 3,6% y un 4,7% para el año próximo. En cuanto al déficit fiscal para el año 2017 el estudio proyecta que se cumpla lo presupuestado y que se alcance un déficit fiscal primario del -4,2% del PBI, y una considerable reducción al -3,3% del PBI en el año 2018 como consecuencia del aumento de la base imponible tras el exitoso sinceramiento fiscal y la continuidad del proceso de corregir las atrasadas tarifas públicas reguladas, reduciendo así el nivel de subsidios que el gobiernos nacional otorga mes tras mes. Respecto a la inflación se proyecta que durante el corriente año no se logre cumplir la meta de inflación del BCRA situada en torno al 17% anual, esto se explica por el gran impacto en los precios que tienen la corrección de los precios de tarifas reguladas. De todos modos el BCRA no debe desalentarse y debe continuar por esta senda e ir usando su credibilidad y reputación ganada desde el año 2016 para lograr que los agentes dejen de proyectar la inflación futura en base a la inflación pasada y se alineen con las metas de inflación trazadas. Por el lado del tipo de cambio se proyecta finalizar el 2017 con un cambio de 19,50 ARS/USD, por lo que debería darse una importante devaluación en el segundo semestre del año, ya que los dólares que ingresaron por el blanqueo de capitales sumado a la liquidación de los dólares de la cosecha hicieron que el peso se aprecie a valores de fines de 2016. El peso tan apreciado reduce la competitividad de las exportaciones argentinas, y pone en riesgo la industria nacional ya que las importaciones se tornan más atractivas. La balanza comercial del año 2016 dio positiva ya que las exportaciones aumentaron gracias al incremento de la

liquidación de la cosecha ya que los productores se vieron beneficiados por la reducción en retenciones sobre exportaciones y una fuerte devaluación del tipo de cambio.

Bajos niveles de crédito al sector privado respecto a otros países

Un factor importante en la economía Argentina que afecta a *startups* y *PYMES* es el escaso nivel de crédito al sector privado que históricamente tuvo el país, incluso muy por debajo de países de Latinoamérica y más incluso de potencias mundiales como lo son Estados Unidos y China.

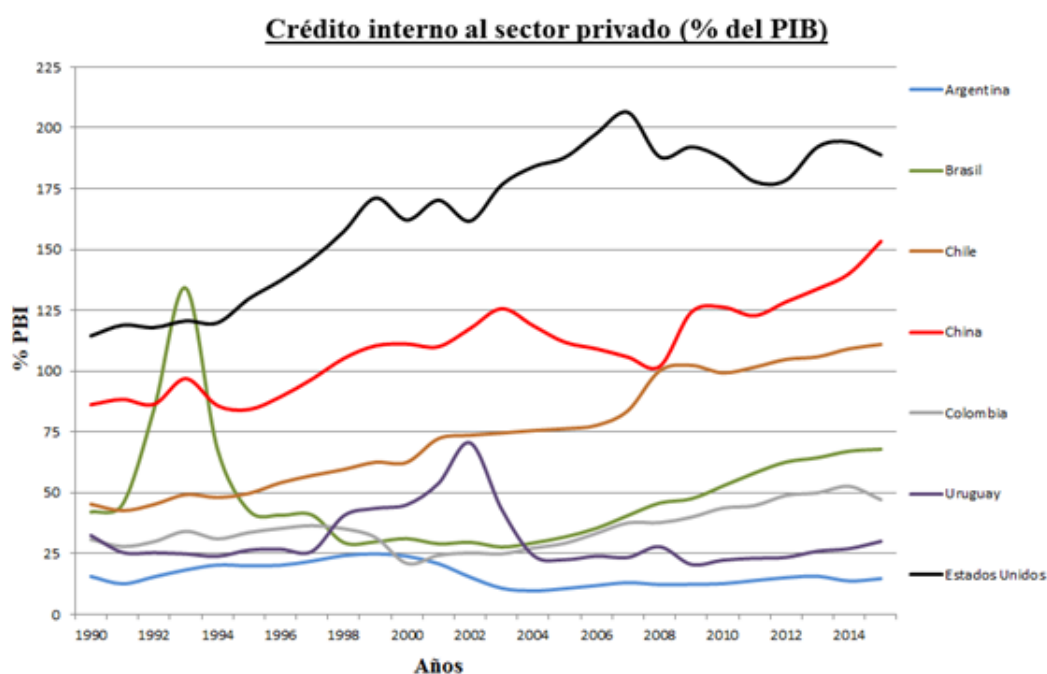


Gráfico N° 14 - Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y la OCDE.

Como puede verse en el gráfico, hacia fines de 2014 Argentina se alejó aún más de los niveles que muestran las principales economías de la región. Argentina sigue en la última ubicación en el indicador que mide los préstamos del sistema financiero interno otorgados al sector privado sobre su producto bruto interno (PBI). Si hablamos de los países de Latinoamérica, Chile lidera el ranking con 115% respecto a su PBI seguido de Brasil con 70% del PBI. Argentina se encuentra en un ratio menor al 25% de su PBI desde el año 2000 mostrando una leve tendencia a la suba. Por el lado de dos de las economías más fuertes del mundo como lo son Estados Unidos y China sus niveles se encuentran en torno al 190% y 155% del PBI respectivamente. Para América Latina el crédito total al sector privado alcanza el 25% del PIB, contra el 76% en países desarrollados.

Durante la gestión del gobierno anterior, el incremento de regulaciones y la caída de la actividad económica, se redujo el negocio de las entidades financieras en el mercado

viéndose forzadas a buscar ganancias en activos del sector público. El tope a las tasas de interés y a las comisiones que impuso el Banco Central desalentó a las entidades en la tarea de colocar créditos; y simultáneamente la menor actividad y el deterioro de los salarios reales derrumbaron la demanda de préstamos de las empresas y de los particulares. En este contexto, los bancos decidieron incrementar su exposición al sector público. Prefirieron compensar su pérdida de rentabilidad volcando su dinero en activos del sector público, como las Letras del Banco Central (Lebacs). Según datos de *Moody's*, los préstamos a los organismos oficiales pasaron de ser del 8% al 17% sobre el total en el año 2014.

Para contrarrestar esta situación, hacia fines de 2016, ya con la nueva gestión del Presidente Macri y con Sturzenegger como Presidente del Banco Central, se inició un proceso de desregularización bancaria y avance sobre la banca pública en busca de favorecer al sector privado. Con el objetivo de hacer crecer el acotado sistema financiero argentino la nueva gestión, avanzaron en una política de flexibilización de normas y del control que realiza el BCRA como banco rector del sistema financiero, fomentando el desarrollo de la banca privada por sobre los bancos públicos.

Durante la primera mitad del 2016, el BCRA introdujo una serie de cambios para flexibilizar la operatoria bancaria. Entre las modificaciones más destacadas podemos mencionar los relacionados con facilitar la migración de clientes entre entidades bancarias, como lo son que las cuentas sueldo pueden ser abiertas y cerradas por los empleados; las cuentas ahora se pueden abrir y cerrar por *homebanking* sin necesidad de acudir a una sucursal evitando controles de origen de los fondos. Continuando con los cambios efectuados en el sistema bancario, el BCRA, otorgó en el primer semestre 97 autorizaciones para la apertura de nuevas sucursales de bancos privados. Además, la entidad modificó la normativa sobre creación, funcionamiento y expansión de las entidades financieras, esto simplificó los requisitos para lograr la autorización de nuevas sucursales, promoviendo la profundidad de la banca privada a través de su expansión territorial.

Como resultado de las modificaciones introducidas por el BCRA, la financiación en pesos al sector privado aumentó un 27,5%, pero fueron las entidades financieras no bancarias las que lideraron el segmento de créditos al consumo (financieras), seguidos obviamente por las entidades financieras privadas. De este modo el crédito al sector privado repuntó pero aún le queda un largo camino por recorrer para alcanzar los niveles de las potencias económicas de Latinoamérica como lo son Chile y Brasil. Según el informe sobre los bancos Argentinos elaborado por el Banco Central en el mes de febrero 2017 el crecimiento del crédito al sector privado tuvo una reducción en su crecimiento si lo comparamos con enero 2017. Sin embargo, entre mediados del año 2016, cuando comenzó a evidenciarse un crecimiento real de los préstamos al sector privado, y febrero 2017 el saldo de crédito total a empresas y familias creció un 9,8% si

lo ajustamos por inflación, superando lo observado en el mismo periodo en los cinco años anteriores. El siguiente gráfico muestra esta situación:

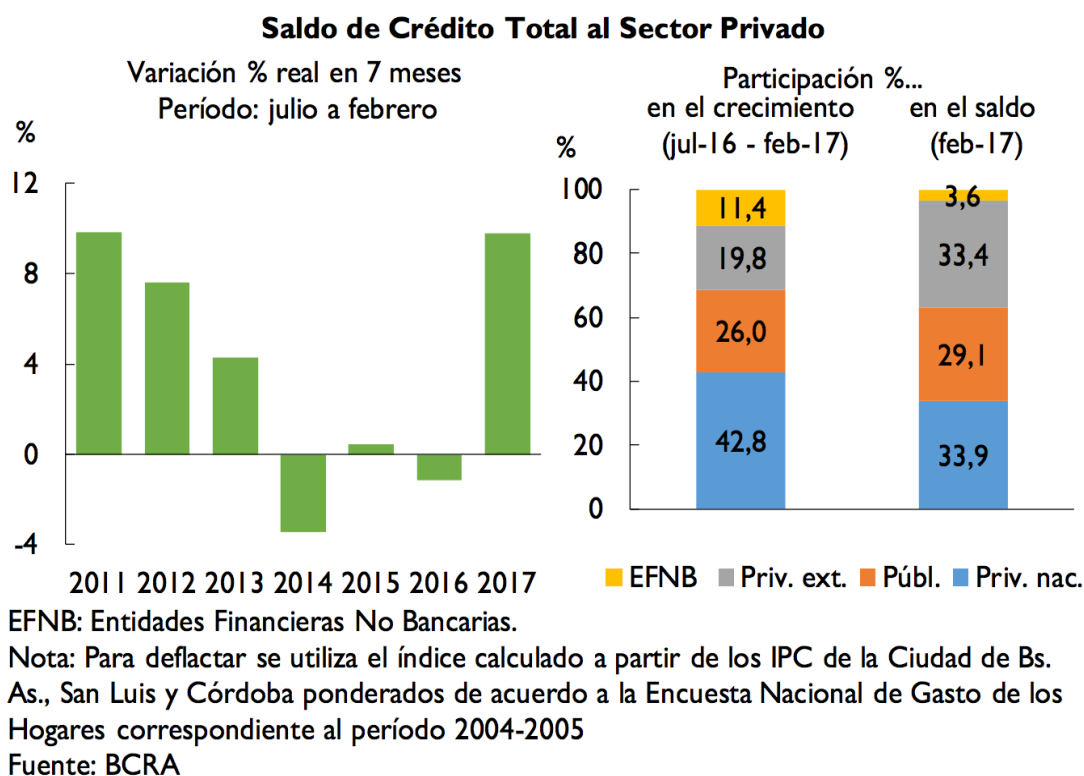
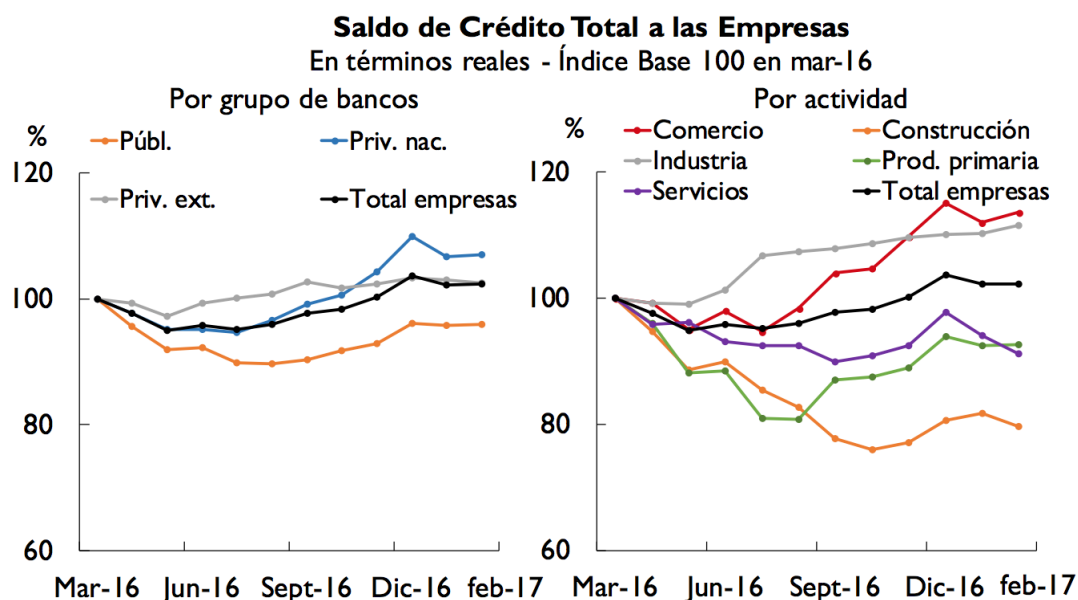


Gráfico N° 15

Continuando el análisis del mismo período de tiempo, julio 2016 a febrero 2017, la banca privada nacional y, en menor medida, los bancos públicos explicaron principalmente el desempeño de los préstamos en el mencionado periodo. En dicho contexto, el saldo nominal de financiamiento al sector privado acumuló una suba interanual de 33,6% a febrero, equivalente a 1,1% interanual real.

En febrero 2017 el saldo de crédito total a las empresas¹ creció nominalmente 2,2%. En los últimos doce meses el financiamiento a las firmas acumuló un incremento nominal de 24,8% (caída de 5,5% interanual real). La banca privada nacional fue la más dinámica en el segmento, experimentando un crecimiento de 37,5% interanual. (4,1% interanual real). Tanto en términos mensuales como interanuales los créditos canalizados al comercio y a la industria registraron un incremento por encima del promedio de las financiaciones al total de las empresas. El siguiente gráfico describe esta situación:

¹ Información extraída de la Central de Deudores (comprende tanto moneda nacional como extranjera). No se incluyen los créditos a residentes en el exterior. Las financiaciones a empresas se definen aquí como aquellas otorgadas a personas jurídicas y el financiamiento comercial otorgado a individuos.



Nota: Para deflactar se utiliza el índice calculado a partir de los IPC de la Ciudad de Bs. As., San Luis y Córdoba ponderados de acuerdo a la Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares correspondiente al período 2004-2005

Fuente: BCRA

Gráfico N° 16

Como se mencionó previamente, en términos reales, los bancos privados nacionales fueron los más activos en cuanto a volumen de créditos al sector privado otorgados seguidos por los bancos privados extranjeros y en último lugar se ubican los bancos públicos. En cuanto a los sectores de empresas que menos préstamos recibieron podemos mencionar a la construcción, que bajó un 20% en un año y al sector de servicio que se redujo un 10% en el mismo lapso.

Aporte al Producto Bruto Interno de las PyMES en Argentina comparada al resto del mundo:

En la actualidad, en la Argentina, el 96% de las 520.000 empresas del país son *PyMES*, estas participan en 4,6% de las exportaciones locales (70% de las cuales va a América Latina) y 27% de ellas tiene como principal cliente a una firma grande. Esto refleja lo relevantes que son para la economía de nuestro país. En los países de América latina las *PyMES* aportan menos del 30% del PBI, mientras que en los países desarrollados aportan hasta un 60%.

Si hacemos foco nuevamente en la Argentina, las *PyMES* generan el 45% del empleo del país, pero sufren un alto grado de informalidad, la mayoría de los países del mundo suelen tener entre el 50% y el 90% de los empleados en este grupo de empresas. La principal dificultad que encuentran es el acceso al crédito para poder crecer y financiar su capital de trabajo, únicamente el 26% logra financiarse con créditos bancarios. Según el censo del INDEC del año 2005, las *PyMES* aportan un 40% del PBI Argentino. Si

bien una estadística de dicho año parece a primera vista un tanto desactualizada, los datos poseen un carácter estructural, con variaciones menores entre períodos de tiempo y son la estadística más confiable de la cual se dispone por tratarse de un organismo nacional como el INDEC. Estas estadísticas demuestran que hoy en día aún hay un gran margen de crecimiento para las *PyMES* Argentinas.

Objetivos del trabajo

Hipótesis a analizar dada la situación actual de la Argentina:

Dada la situación Argentina actual, en la cual tenemos: un déficit fiscal apremiante el cual está siendo financiado principalmente con emisión de deuda, venimos de una profunda recesión económica en la cual el PBI se contrajo 4,6%, poseemos una elevada inflación la cual está siendo contrarrestada con una elevada tasa de política monetaria por parte del BCRA lo que agudiza la recesión, poseemos altos niveles de desempleo y el nivel de crédito al sector privado más bajo de toda la región, planteó la siguiente pregunta:

¿Es el *crowdfunding* el método de financiamiento para *startups* que Argentina necesita para potenciar su crecimiento económico?

Considero que el *crowdfunding* podría ser el mecanismo que permita a las *startups* argentinas crecer, a través de una nueva y posiblemente más económica, fuente de financiamiento y llegar a convertirse en *PyMES* para lograr aumentar su contribución al PBI del país.

El principal objetivo de este trabajo será entender y cuantificar si el financiamiento colectivo puede ser el método de financiamiento que las *startups* argentinas necesitan para crecer y tener mayor peso en el PBI del país.

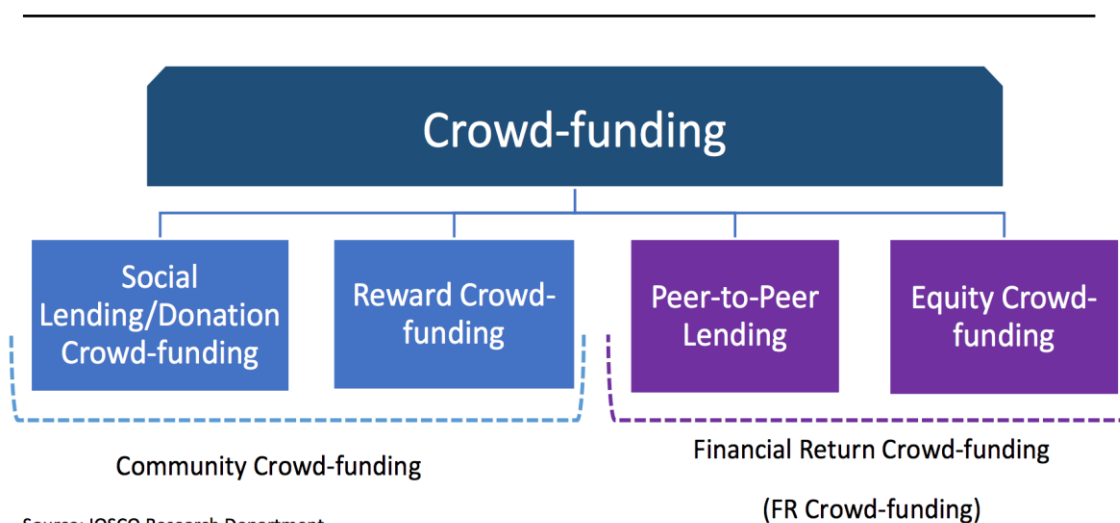
Marco Teórico

El *crowdfunding* o financiamiento colectivo es una forma de financiamiento, basada en la internet, mediante la cual empresas pueden adquirir fondos ya sea bajo la forma de donaciones o inversiones provenientes de múltiples individuos. Esta nueva forma de financiamiento surgió luego de la crisis financiera de 2008 en respuesta a las dificultades que enfrentaban las *startups* para conseguir fuentes de fondeo y poder continuar su crecimiento. En menos de diez años, esta forma de financiamiento se ha esparcido a lo largo de los países desarrollados y ahora está despertando gran interés en los países en desarrollo que la ven como un medio para que sus nuevas empresas logren alcanzar la madurez, aportar al PBI y generar fuentes de empleo para el país.

El financiamiento colectivo comenzó como una extensión del financiamiento por parte de amigos y familiares. Las comunidades hacen pozos comunes para fondear las ideas de negocios de sus miembros. En los inicios del *crowdfunding*, el capital provenía bajo la forma de donaciones, pero cada vez en mayor medida comenzó a tomar la forma de inversiones en deuda o *equity* apuntadas a emprendedores con alto potencial de desarrollo. El *crowdfunding* utiliza tecnología basada en la *web* junto al conocimiento y sabiduría de las comunidades para determinar qué proyectos deberían recibir fondeo y la cantidad que deberían recibir, proveyendo al mismo tiempo retroalimentación sobre las *startups*.

Formas de Crowdfunding

Los distintos tipos de financiamiento que existen son los siguientes:



Cuadro N° 1

En primer lugar tenemos el *crowdfunding* de donaciones que es una forma de recaudar fondos para causas de caridad. Similar a esta forma tenemos el *crowdfunding* por recompensas, en el cual el inversor prepaga por un producto que aún no entró en su etapa de producción, y la empresa está buscando el fondeo para poder lanzar una primera tirada del mismo. El inversor adquiere el bien a un valor inferior al que tendría una vez que la empresa logre posicionar su producto en el mercado. Estas dos formas de *crowdfunding* pueden ser llamadas en su conjunto como *community crowdfunding*. La principal diferencia con los otros dos tipos de *crowdfunding* es que no proveen ningún beneficio financiero bajo la forma de retorno sobre la inversión.

Otra de las formas de financiamiento colectivo es el *Peer to Peer lending (P2P)*, o préstamos entre pares. Esta forma consiste en una plataforma *online* que une prestamistas o inversores con tomadores de préstamos o emisores para proveer préstamos. El tomador del préstamo puede ser un individuo o una empresa que requiere fondos para operar. Esta forma se caracteriza por darles la posibilidad a los prestamistas de proveer plata equivalente a pequeños fragmentos del monto total del préstamo. Estas porciones del préstamo son luego sumadas por la plataforma *online* y cuando hay dinero suficiente para cubrir el monto solicitado, el mismo es originado y pagado al tomador del préstamo. La tasa de interés es definida por la plataforma, esta suele ser más alta que la que el inversor podría acceder en el mercado, pero más baja que la que el tomador del préstamo podría adquirir en una entidad financiera, siempre teniendo en cuenta el riesgo crediticio del tomador. El interés es pagado al inversor hasta que suceda uno de los siguientes hitos: el préstamo madura, el tomador lo cancela antes de tiempo o el tomador *defaultea* el préstamo.

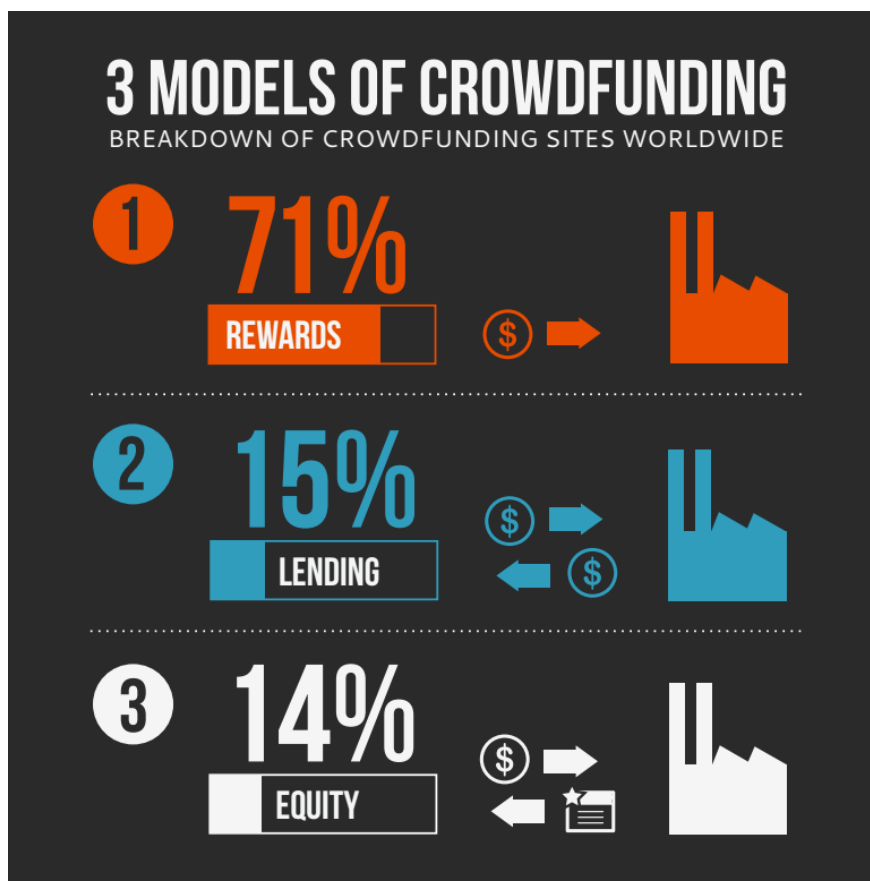
En último lugar tenemos el *equity crowdfunding* el cual es similar a *P2P lending* en cuanto a que utiliza una plataforma *online* que regula la interacción entre inversores y solicitantes de fondeo. Muchos individuos pueden invertir en una empresa a través de la plataforma, adquiriendo una participación accionaria de la empresa. Estas empresas son usualmente *startups* en sus inicios que no poseen acceso a otras formas de financiamiento en el mercado debido a su pequeño tamaño y poca o hasta nula trayectoria y reputación. Una vez que se completa el fondeo mediante acciones, los inversores son tenedores de *equity* de la compañía y asumen todos los riesgos asociados con este tipo de inversión. Además, al tratarse de *startups*, estas empresas son inherentemente más riesgosas como inversión, con estudios de mercado que demuestran que hay un 50% de chances que la *startup* se disuelva en los primeros 5 años de su vida. Otros riesgos a considerar en este tipo de inversión, son el de ser diluido con futuras emisiones de acciones y la ausencia de un mercado secundario en el cual descargar las acciones si así se lo desea, haciendo las mismas sumamente ilíquidas.

En conjunto, *Peer to Peer lending* y *equity crowdfunding* son referidas como *crowdfunding* con retornos financieros (FR *crowdfunding* en el gráfico). En este trabajo haré foco en estos dos tipos de financiamiento colectivo, ya que son ellos los que poseen

mayor relevancia desde el aspecto financiero. Sin embargo es importante comprender la diferencia entre los distintos tipos de *crowdfunding* y no pensar que únicamente existen el FR *crowdfunding* sino considerar también el papel fundamental que juega el financiamiento colectivo de comunidad.

El *crowdfunding* como método de financiamiento es apropiado a diversos tipos de empresas, siendo las que más logran aprovecharlo aquellas *startups* de alto potencial de crecimiento, generalmente suelen pertenecer al sector tecnológico. Esto no quiere decir que esta forma de financiamiento no pueda ser exitosa para empresas pequeñas más tradicionales. Empresas con alto potencial de crecimiento, especialmente las que se encuentran en programas de incubación de emprendedurismo o bajo el padrinazgo de aceleradores, pueden ser las que mejor posicionadas se encuentren para beneficiarse del *crowdfunding*. Este tipo de empresas encuentran la aceptación y comprensión del mercado más fácilmente, y pueden apalancarse en la experiencia, facilidades, tutelaje y aprendizaje entre pares, enmarcados en el ecosistema de aceleradoras en el que se encuentran inmersas. Por otro lado, los emprendimientos llamados “tradicionales” pueden no tener acceso a préstamos bancarios u otras fuentes de financiamiento a pesar de tener fundamentos sólidos y ganancias considerables. El *crowdfunding* puede ofrecerles la oportunidad de convertir su base de clientes en accionistas o prestamistas, consiguiendo así el capital necesario para poder crecer. Aquellas empresas para las cuales el financiamiento colectivo no sería la mejor opción son aquellas con estructuras de costos elevados y con modelo de negocios con largos períodos de repago, o aquellas que requieren una gran inversión al comienzo como lo son proyectos de infraestructura de gran envergadura. Estas compañías podrían verse limitadas por los montos que pueden ser adquiridos mediante *crowdfunding*, por tener periodos de repago muy lejanos lo que hace que los inversores de financiamiento colectivo no se sientan atraídos a la empresa.

A continuación, el desagregado de los distintos tipos de plataformas de financiamiento colectivo en el mundo.



Cuadro N° 2

Como puede verse, las plataformas de financiamiento colectivo en base a deuda y *equity* están en etapas de crecimiento y están lejos por ahora, de la cantidad de plataformas en base a recompensas que hay actualmente, siendo estas últimas las más populares y reconocidas. De todos modos, esta distribución tiene una explicación racional ya que son las plataformas de comunidad las que sirven de primer filtro para que los posibles inversores conozcan los nuevos emprendimientos y proyectos en sus etapas iniciales y juzguen cuales valen la pena fondear. Al hacer esto le demuestran al emprendedor cuál será la demanda futura de su producto o servicio, ayudándolo a planificar su plan de negocios para lograr alcanzar un mayor crecimiento y en un futuro utilizar las plataformas de *crowdfunding* de deuda o *equity* y posteriormente buscar fondos de *venture capital* o *private equity* para crecer.

Plataformas de crowdfunding de comunidad

Los individuos u organizaciones que usan plataformas de financiamiento colectivo basadas en comunidad (tanto en base a donaciones o en recompensas) ofrecen una serie de recompensas escalonadas para los que aportan fondos a su proyecto, quienes suelen ser llamados patrocinadores. Los patrocinadores que aportan poca cantidad de dinero, pueden recibir únicamente un reconocimiento *online*, mientras que los que aportan mayores cantidades de dinero pueden ser recompensados con un producto (el cual

adquieren a un menor precio al que saldría si el producto logra llegar al mercado general), la personalización del mismo, o alguna forma de reconocimiento personalizado.

Este tipo de forma de financiamiento es útil para que empresas sin fines de lucro junten fondos para solventar sus operaciones diarias. El método de campaña más utilizado es el de “todo o nada” el cual requiere que el proyecto, causa o empresa, que está en busca financiamiento, alcance el 100% del objetivo de fondeo de la campaña, dentro un determinado periodo de tiempo, o verse obligado a devolverle la plata a los patrocinadores. Este mecanismo funciona en una de dos maneras: o a los patrocinadores no se les cobra hasta que la campaña alcance su objetivo de fondeo, o los fondos obtenidos son puestos en una cuenta *escrow*² y son luego devueltos si la meta no es alcanzada.

Kickstarter

La plataforma *Kickstarter* es quizás la más conocida de todas las plataformas de financiamiento colectivo del mundo. Basada, en recompensas y donaciones, utiliza el mecanismo de “todo o nada”. *Kickstarter* se jacta de tener un porcentaje de fondeo exitoso para sus campañas, de 35,8%.

Los *fees* que cobra esta plataforma son el 5% de los fondos recaudados (siempre y cuando se alcance la meta) y un costo de procesamiento de cada contribución del 3% + 0,2 dólares por contribución. A continuación, algunas de las estadísticas más importantes de la plataforma *Kickstarter*:

3.008.871.138 \$

dólares contribuidos a todos los proyectos de Kickstarter

123.802

Proyectos financiados con éxito

12.799.564

Patrocinadores en total

4.099.086

Patrocinadores que han financiado varios proyectos

37.701.353

Contribuciones en total

Tabla N° 5 - Fuente: Kickstarter.

² Una cuenta *escrow* es un concepto legal en el cual un instrumento financiero o activo es mantenido en custodia por un tercero en representación de otros dos participantes, que se encuentran en el proceso de completar una transacción. Los fondos o activos son mantenidos en custodia por un agente *escrow* hasta que este recibe las instrucciones apropiadas o hasta que las obligaciones contractuales sean satisfechas.

Alcanzó un monto de 3.000 millones de USD con 123 mil proyectos financiados con éxito por una base de casi 13 millones de patrocinadores. En promedio cada patrocinador ha aportado fondos 3 veces y el 32% de los patrocinadores ha aportado a más de un proyecto.

Proyectos y dólares

Categoría	Proyectos publicados	Total en dólares	dólares en proyectos financiados con éxito	Contribuciones a proyectos financiados sin éxito	Dólares en proyectos activos	Proyectos activos	Índice de éxito
Todas	350.521	3,01 B \$	2,63 B \$	339 M \$	37 M \$	4.659	35,80 %

Tabla N° 6 - Fuente: Kickstarter.

Se publicaron un total de 350 mil proyectos de los cuales el 35,80% alcanzó su meta de financiamiento.

Proyectos financiados con éxito:

La mayoría de los proyectos financiados con éxito son los que recaudan menos de 10 mil USD. Sin embargo, una cantidad de proyectos cada vez mayor ha alcanzado seis y siete cifras. Los proyectos que actualmente están en financiamiento para alcanzar sus metas no están incluidos en esta tabla. Sólo figuran aquellos proyectos cuyo financiamiento está terminado.

Categoría	Proyectos financiados con éxito	Menos de 1.000 \$ recaudados	1,00 \$ a 9.999 \$ recaudado	10,00 \$ a 19.999 \$ recaudado	20,00 \$ a 99.999 \$ recaudado	100 K \$ a 999.999 \$ recaudado	1 M \$ recaudado
Todas	123.802	15.095	70.121	17.727	16.896	3.735	228

Tabla N° 7 - Fuente: Kickstarter.

Proyectos financiados sin éxito:

Si bien el 14% de los proyectos terminaron sin haber recibido ni una sola contribución, el 78% de los proyectos que logran conseguir el 20% de su meta de financiamiento terminan alcanzado su objetivo, mostrando el gran valor que tiene para una campaña de “todo o nada” el hecho de atraer tempranamente a los patrocinadores.

Categoría	Proyectos financiados sin éxito	0 % financiado	1 % a 20 % financiado	21 % a 40 % financiado	41 % a 60 % financiado	61 % a 80 % financiado	81 % a 99 % financiado
Todas	222.060	49.281	137.881	21.387	8.435	3.196	1.878

Tabla N° 8 - Fuente: Kickstarter.

Indiegogo

Otro mecanismo de fondeo de este tipo de plataformas es el de “quedarse con lo que recibas”, que en contraste al mecanismo “todo o nada” permite que el creador de la campaña se quede con los fondos que haya logrado juntar, cuando se cumpla el tiempo pactado de campaña, sin importar si se logró alcanzar el objetivo. Los fondos son transferidos de modo inmediato, al final de la campaña que típicamente dura entre 30 y 60 días.

La plataforma *Indiegogo* ofrece este tipo de mecanismo de financiamiento además del mecanismo “todo o nada”. *Indiegogo* indica que la probabilidad de que una campaña alcance su objetivo se duplica una vez que la primera contribución es recibida, luego se cuadruplica una vez que la campaña alcanza un 10% de su objetivo, y se quintuplica una vez que esta logra el 25% de la meta. Los *fees* que cobra esta plataforma son el 5% de los fondos recaudados (siempre y cuando se alcance la meta) y un costo de procesamiento de cada contribución del 3% + 0,3 dólares por contribución.

Algunas de las estadísticas principales de *Indiegogo* son las siguientes:

\$1B+	11MM+	223	17,386%
Total raised across all projects, from dance to design.	Contributions from our amazing community of backers for 650k+ projects.	Countries & territories where campaigns have started.	The most a campaign has exceeded its goal ... so far!

Tabla N° 9 - Fuente: *Indiegogo*.

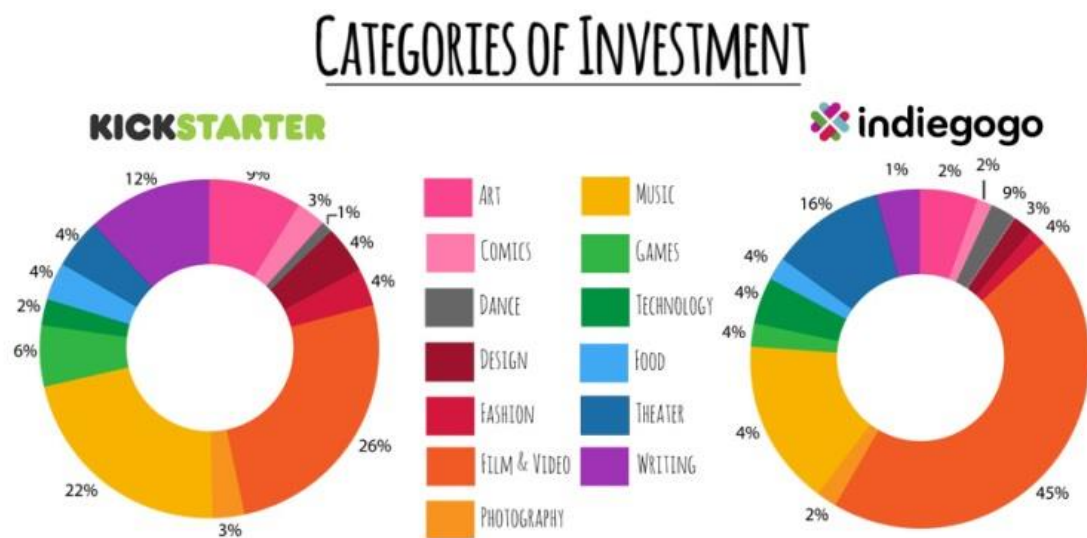
Logró recaudar mil millones de USD desde su creación en 2008, con una base de 11 millones de patrocinadores (similar a los 12 millones de *Kickstarter*), posee un ratio de campañas financiadas con éxito de 17,39%, este número es considerablemente menor al de *Kickstarter*, pero no hay que olvidar que *Indiegogo* ofrece el mecanismo de “quedarse con lo que recibas”, por lo que los emprendedores que buscan financiamiento pueden haber recibido partes de los fondos aunque no hayan alcanzado su meta.

A continuación, un cuadro comparativo entre *Kickstarter* e *Indiegogo* en el cual se exhiben sus principales diferencias: mecanismo de financiamiento (“todo o nada” contra la opción de poder optar por “quedarse con lo que recibas”), los *fees* de la plataforma, el tráfico mensual de cada una de las páginas, el monto máximo de la recompensa que puede darse, y quizás la más importante, el proceso que debe pasar un proyecto antes de figurar en los listados de cada una de las plataformas. En el caso de *Kickstarter* un equipo revisa los fundamentos del proyecto y luego decide si puede ser publicado o no, en cambio en *Indiegogo* todos los proyectos son publicados automáticamente. Este es uno de los principales motivos por el cual *Kickstarter* posee un ratio de campañas exitosas de 35,8% contra un 17,8% de *Indiegogo*.

	KICKSTARTER	INDIEGOGO
Funding	Fixed	Fixed & Flexible
Fee	5%	5%
Payment Processor	Stripe	Paypal
Credit Card Fees	3% + 0.2 cents	3% + 0.3 cents
Reward Levels	50+	20
Unique Monthly Visitors	27 Million	9 Million
Pledge Charge	End of Campaign	Immediately
Maximum Reward	10K	No Limit
Max Campaign Duration	60 Days	60 Days
Project Eligibility	Working prototype, no Charity, No personal	Small business, personal, charity permitted
Registration	Staff review	Automatic

Tabla N° 10 -Fuente: Indiegogo y Kickstarter.

Otra comparación que vale la pena mencionar entre *Kickstarter* e *Indiegogo* es la categoría en la que están dispuestos a contribuir los posibles patrocinadores.



INDIEGOGO INCLUDES NINE CATEGORIES OF INVESTMENT THAT KICKSTARTER DOES NOT. ANIMALS (955 LAUNCHED PROJECTS), COMMUNITY (4,933), ENVIRONMENT (564), EDUCATION (3,013), HEALTH (2,912), SPORTS (756), SMALL BUSINESS (1,627), RELIGION (336), AND POLITICS (278).

Gráfico N° 17 - Fuente: Indiegogo y Kickstarter.

Como puede verse las categorías que más atraen patrocinadores son las de música y películas. Cabe mencionar que *Indiegogo* tiene nueve categorías que *Kickstarter* no posee y que podrían estar incluidas en las propias. De ahí podría surgir la diferencia en cuanto a las cifras de una y otra plataforma.

Plataformas de crowdfunding de inversión

Los dos tipos de plataformas *online* de financiamiento colectivo de inversión que existen son las basadas en *equity* y las basadas en deuda.

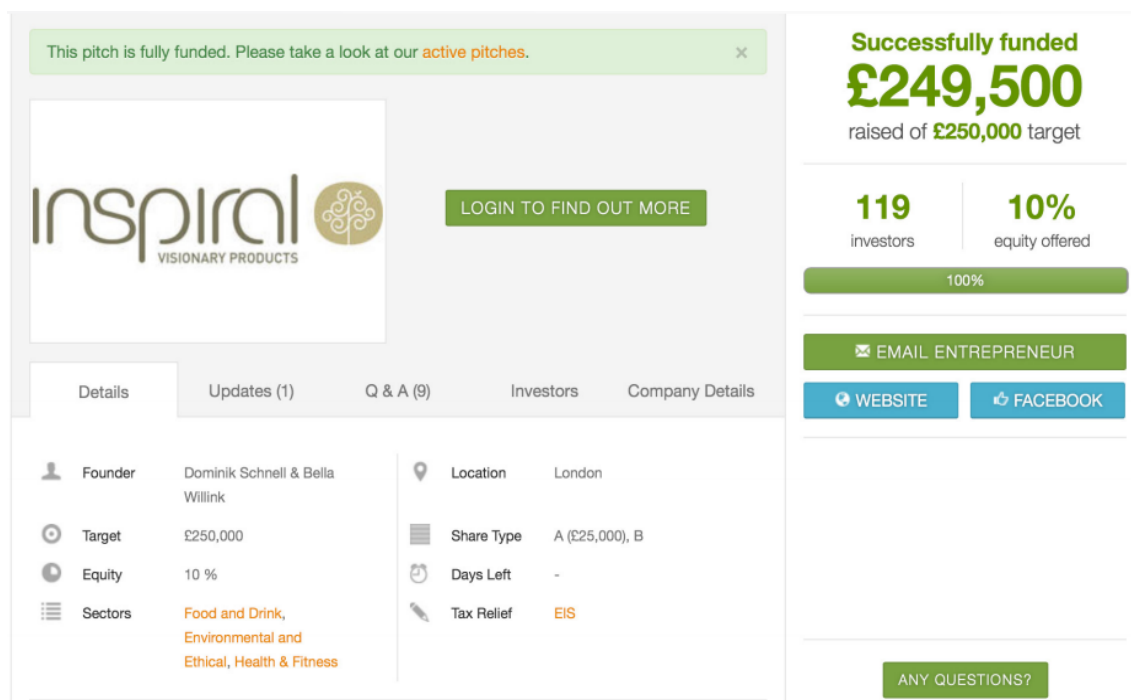
Por el lado de las basadas en obtener fondos mediante emisión de *equity*: las *startup*. Buscan financiamiento, ofreciendo sus acciones en páginas de campaña alojadas en la plataforma. Luego, mediante el uso de redes sociales invitan a posibles inversores a revisar su campaña, e indicar su deseo de participar con una porción del *equity*. Mientras las distintas plataformas basadas en fondeo con *equity* difieren en algunos aspectos, hay ciertos conceptos que son comunes a todas. La información requerida que incluyen en sus campañas son las siguientes:

- Información acerca de la empresa y sus dueños (accionistas): plan de negocios y destinos propuestos para los fondos recaudados.
- Tipo de acción que se está ofreciendo: Ordinaria, preferida con o sin derecho a voto.
- Porcentaje del *equity* de la compañía que está siendo vendido en la campaña.
- Tiempo restante de la campaña.
- Progreso hecho en términos porcentuales para alcanzar la meta de fondeo buscado.

Otras prácticas habituales de este tipo de plataformas:

- Los inversores deben iniciar sesión en el sitio web para poder invertir o tener acceso a la información detallada acerca de la campaña.
- Las regulaciones de los países pueden limitar la cantidad que un dado inversor puede invertir.
- Los inversores pueden hacerle preguntas a los emisores a través de la página de la campaña.
- Los emisores comúnmente proveen actualizaciones, bajo la forma de comunicados, durante la campaña de fondeo.
- Los inversores y los emisores usualmente comparten la misma estrategia de salida del negocio: una futura venta, fusión u oferta pública inicial (IPO).
- Los inversores y emisores además comparten muchos de los riesgos asociados a este tipo de inversión, como lo son el riesgo de dilución e iliquidez.

A continuación, un ejemplo de una campaña de *equity crowdfunding* en una plataforma *online*:



Cuadro N° 3 - Fuente: Banco Mundial, Informe sobre crowdfunding en mercados emergentes.

Por el lado de las plataformas *online* de financiamiento colectivo, en base a deuda, su operatoria es similar a las plataformas de *equity*. La diferencia principal, radica en que los inversores se convierten en acreedores de la empresa y no reciben una porción del *equity*. Los dos tipos de plataformas comparten muchas características. Por ejemplo, los inversores en plataformas basadas en emisión de deuda son invitados a las campañas mediante el uso de redes sociales y pueden efectuar las mismas acciones que las plataformas basadas en *equity*. La información provista por el tomador de la deuda es similar al del caso de *equity*. La diferencia se vincula con el tipo de instrumento por el que se está ofertando. En este caso, se aclara el tipo de deuda que se está solicitando, la tasa de interés que devengará, y los términos y condiciones de la misma. Las plataformas de deuda, facilitan la agregación de los préstamos recibidos, la transferencia de los fondos a la empresa y el repago del préstamo por parte del solicitante a los inversores.

A continuación, un ejemplo de una campaña de *crowdfunding* de deuda en una plataforma *online*:

Design of Energy Saving Products Expansion/growth capital (3775) [add to watch list](#)

[Key information](#) [Business profile](#) [Credit Score](#) [Financial Summary](#) [Questions & Answers](#) [Repayments](#)



£150,000

Rate: 9.6%

Risk band ?
C

Estimated annual bad debt rate
3.3%

20% (£30,000) of this loan will be funded by the Government. [Read more](#)

Borrower details

Borrower name
Theis Limited

Business nature
Manufacturing and Engineering

Region
South East

Type
Limited Company

Years trading
9

Loan details

Term
24 months

Loan purpose
Expansion/growth capital

Director guarantee ?
Loan guaranteed

Asset security ?
No asset security

[< Back to listings](#)

Cuadro N° 4 - Fuente: Banco Mundial, Informe sobre crowdfunding en mercados emergentes.

Existe otro aspecto clave en donde el *crowdfunding* en base a *equity* y a deuda difiere. En el financiamiento colectivo en base a *equity* todos los inversores reciben los mismos términos (derechos) y la misma valuación. En cambio, en el que es en base a deuda cada inversor puede ofertar por una fracción del préstamo total solicitado a una determinada tasa de intereses asociada. Una vez que la campaña alcanza con éxito el monto señalado como objetivo, la tasa de interés que termina pagando el solicitante es el promedio ponderado de todas las ofertas aceptadas. Las ofertas con las menores tasas de interés tienen las mejores oportunidades de ser aceptadas, beneficiando de este modo al solicitante, al reducir el costo de obtención del capital.

Crowdfunding y micro fondeo

Hay una conexión implícita entre todas las formas de fondeo alternativo, ya que todas proveen acceso a capital para un segmento de la población que no tendría acceso al mismo a través de canales tradicionales. Sin embargo, hay algunas diferencias entre *crowdfunding* y otras formas alternativas comunes de financiamiento como lo es el micro fondeo, compuesto por micro-finanzas y préstamos sociales entre pares.

Estos modelos difieren principalmente en cuanto a los objetivos que persiguen. En el siguiente gráfico se ilustra la diferencia:

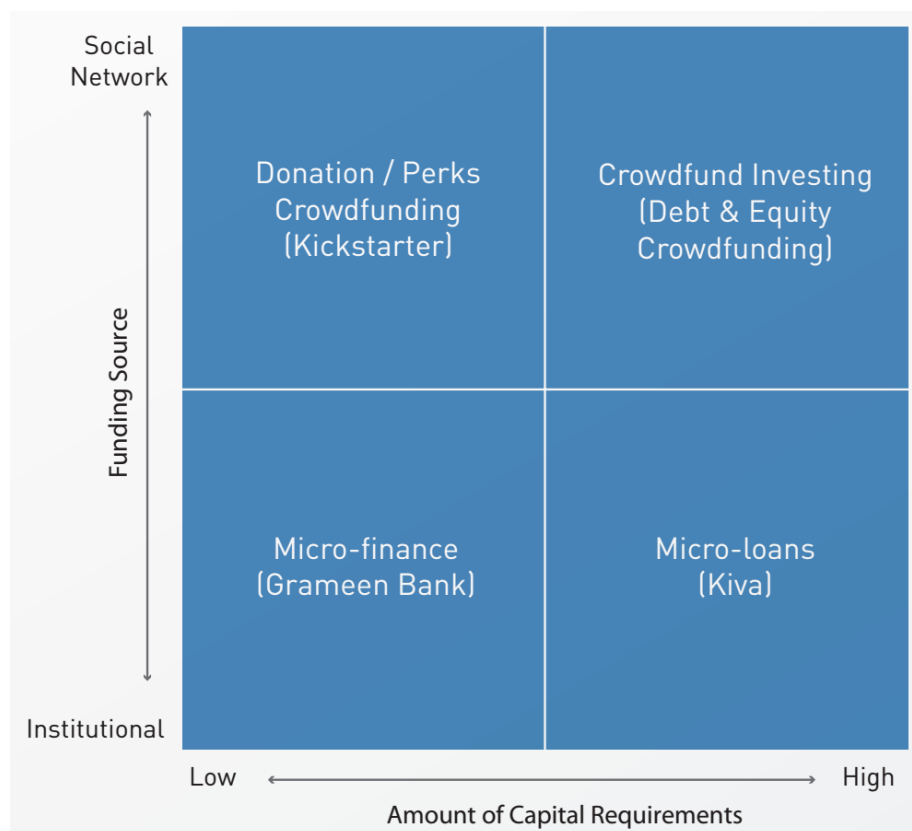


Gráfico N° 18 - Fuente: Banco Mundial, Informe sobre crowdfunding en mercados emergentes.

Bajo el esquema de micro-finanzas se proveen préstamos y otros servicios financieros básicos a los más necesitados. Un ejemplo de esto es el *Banco Grameen*, fundado en Bangladesh y fue ganador del Premio Nobel de la Paz. Se especializa en entregar préstamos de muy bajo monto a los miembros más pobres de la sociedad, principalmente en países en desarrollo, pero también, y cada vez con mayor frecuencia, a países desarrollados. Los préstamos sociales entre pares son una subcategoría de micro-finanzas. En este segmento es donde surgió el banco *Kiva*, el cual le dio la posibilidad a la gente, de prestar a emprendedores alrededor del mundo, extendiendo lo que inició el *Banco Grameen*, pero agregando la ayuda de la gente.

Mientras tanto, el financiamiento colectivo de inversión es la nueva clase de activo financiero del mercado de capitales. Vino a llenar el vacío que se forma entre las micro-finanzas y los inversores profesionales o institucionales, ya que es capaz de proveer cantidades más grandes de capital a las *startups* y pequeñas empresas. Extiende algunos de los mecanismos sociales de las micro-finanzas, para ayudar a fondear a las *startups* con alto potencial de desarrollo o para proveer capital para expandir un negocio en marcha.

Crowdfunding y el ciclo de fondeo de un proyecto

En cuanto al lugar que ocupa el financiamiento colectivo de inversión en el ciclo de fondeo de un proyecto, podemos ilustrarlo con el siguiente gráfico:

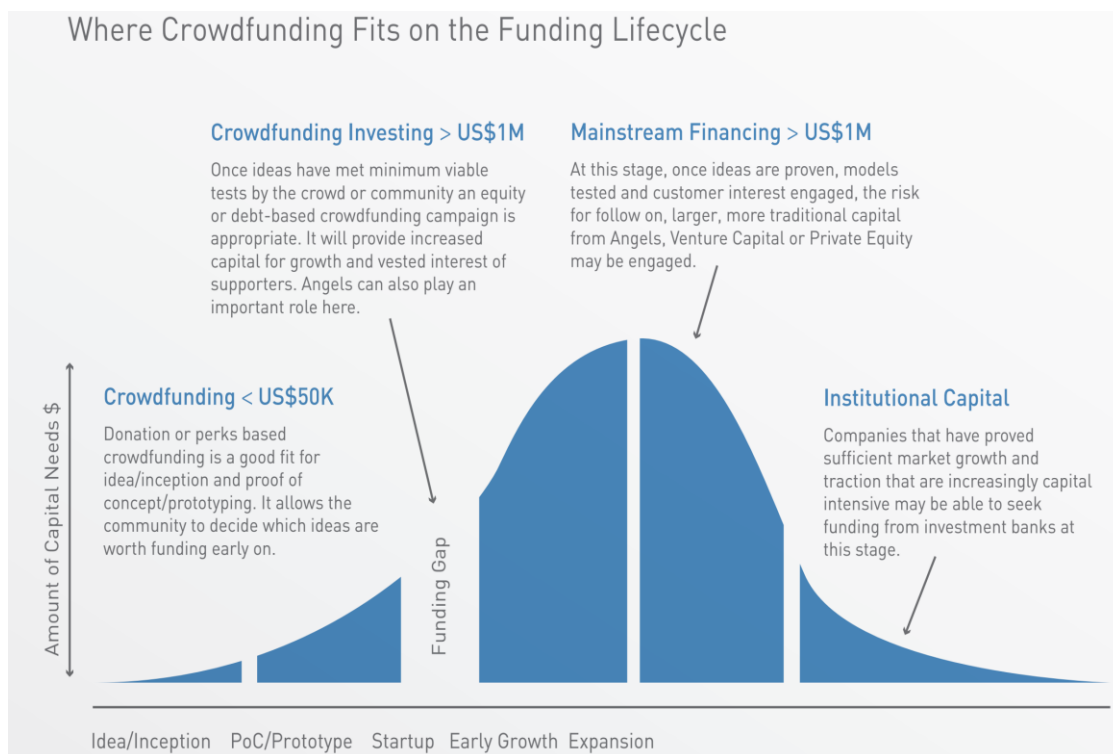


Grafico N° 19 - Fuente: Banco Mundial, Informe sobre crowdfunding en mercados emergentes.

En el comienzo, cuando únicamente se posee la idea que se busca llevar adelante, el *crowdfunding* de comunidad, ya sea en base a donaciones o recompensas, es de vital importancia. Ya que a través de éste, la comunidad es la que decide qué ideas son dignas de fondeo, dándose así un proceso de selección de los mejores proyectos. En esta etapa lo recaudado mediante financiamiento colectivo no suele superar los 50 mil dólares. Una vez que la idea se fue materializando y mediante el *crowdfunding* de comunidad se lograron obtener fondos para desarrollar un prototipo o prueba del concepto buscado, es un buen momento para buscar *FR crowdfunding*, ya sea de *equity* o de deuda, para obtener fondos por más de un millón de dólares para promover el crecimiento de la *startup*. Una vez superada la etapa de crecimiento temprano, cuando se logró alcanzar la expansión, las ideas están probadas y los clientes demostraron interés en el producto o servicio ofrecido, es momento de afrontar una campaña de fondeo más tradicional mediante *angel investors*, fondos de *venture capital* o *private equity*. Finalmente, cuando la empresa alcanza un suficiente crecimiento en el mercado puede salir en busca de fondeo por parte de bancos de inversión bajo la forma de préstamos bilaterales o sindicados.

Lo interesante del financiamiento colectivo, es que viene a colarse en el ciclo de fondeo de las *startups*. Tradicionalmente en etapas tempranas de la vida de las empresas eran los *angel investors* y fondos de *venture capital* los que prestaban el fondeo en el mundo desarrollado, mientras que en los países en desarrollo el fondeo venía de la mano de familiares o amigos del dueño del *startup*. Los avances de la última década tanto en redes sociales como en tecnologías de información y comunicación allanaron el camino

tanto para las empresas que están dando sus primeros pasos y como para aquellas con gran crecimiento. Ambas pueden saltar a los fondos de *venture capital*, publicando sus campañas *online* y así llegar a un gran número de potenciales inversores, mediante la difusión masiva que se obtiene en las redes sociales. El respaldo que brindan los inversores a la campaña, puede ayudar a reducir el riesgo percibido por futuros inversores, y posiblemente, el riesgo real de invertir en una empresa que está dando sus primeros pasos. Sin embargo, el financiamiento colectivo no desplaza por completo el rol de los *angel investors* y fondos de *venture capital*, quienes juegan un rol fundamental proveyendo financiamiento en etapas posteriores o cuando la necesidad de fondeo es muy elevada.

Marco regulatorio

Marco regulatorio en el mundo

Muchos países consideran que las plataformas de *crowdfunding* de inversión (basado en deuda y *equity*) son un vehículo eficiente para lograr que pequeñas empresas y *startups* logren fundear y crecer. Sin embargo, los países están buscando incentivar esta práctica sin comprometer la protección de los inversores, mediante regulación específica para esta industria. La regulación del financiamiento colectivo de inversión varía de jurisdicción en jurisdicción, con cada país dándole un enfoque diferente a la materia. Hay tres aspectos sobre los que rige la regulación del *crowdfunding*: el lado del emisor o el tomador del préstamo, el inversor o el prestamista y la plataforma *online* en la cual interactúan los agentes.

Regulación del financiamiento colectivo en base a deuda:

Existen cinco regímenes regulatorios para este tipo de financiamiento.

1. Exceptuadas o desreguladas por falta de definición: Este es el caso de algunos países que no tienen desarrollado el mercado de financiamiento colectivo en base a deuda y por ende no tienen aún la necesidad de regular dicha industria. Otros países aún no han regulado este sector debido a la falta de definición respecto del servicio provisto a los inversores y consideran que el mercado es muy pequeño para ameritar una regulación (Túnez y el Reino Unido). Sin embargo, en algunos existen regulaciones diseñadas para proteger a los tomadores de préstamos y en la mayoría de los casos se basan en leyes ya existentes que los protegen de tasas de interés injustas, revisiones de créditos no objetivas y publicidad engañosa (por ejemplo el Reino Unido). Algunos países que aplican este régimen de regulación son: China, Ecuador, Egipto, Corea del Sur, y los ya mencionados Túnez y Reino Unido.
2. Reguladas como intermediarias: En algunas jurisdicciones este tipo de financiamiento puede ser clasificado como un servicio de intermediación o *brokers*. Esta clasificación usualmente requiere que la plataforma se registre como intermediaria. Las obligaciones y requisitos para intermediarias varían de acuerdo a cada jurisdicción. Generalmente hay regulaciones que establecen los prerequisites que las plataformas deben cumplir para registrarse y poder tener acceso al mercado. Otras reglas y requisitos determinan como la plataforma debe conducir el negocio (por ejemplo, la licencia necesaria para poder proveedor créditos y/o prestar servicios financieros). Algunos países que aplican este régimen de regulación son: Australia, Brasil, Canadá y Nueva Zelanda.

3. Reguladas como bancos: En varios países este tipo de plataformas son clasificadas como bancos, ya que tienen la función de intermediar en el otorgamiento de créditos, y por lo tanto deben ajustarse a la misma regulación de los mismos. Como tales, las plataformas deben obtener una licencia como banco y cumplir requisitos de reportes al banco central. En los países en los que las plataformas requieren licencia de bancos para operar la industria es relativamente pequeña. Algunos países que aplican este régimen de regulación son: Alemania, Francia e Italia.
4. El modelo de los Estados Unidos: El régimen regulatorio de los Estados Unidos requiere que a nivel Federal cada plataforma esté registrada con la SEC (Comisión de Bolsa y Valores). Adicionalmente se debe registrar también en la SEC cada préstamo originado. Cada plataforma es tratada como una empresa pública, haciendo que estas tengan que hacer públicos sus estados contables, los préstamos originados y prácticas habituales. Un escalón debajo de la regulación federal se encuentra la regulación propia de cada estado. Algunos estados directamente prohíben la práctica de cualquier tipo de *crowdfunding* de inversión (ejemplo: Texas). Otros estados limitan el tipo de inversores que puede usar las plataformas para prestar dinero (ejemplo: California). Además, si una plataformas desea operar en múltiples estados, esta debe aplicar y cumplir las reglamentaciones de cada estado por separado, a no ser que la plataforma se convierta en una empresa que cotice en la bolsa de valores a través de un IPO. Esto ha llevado a que plataformas operen en estados donde no tienen competidores.
5. Prohibida: algunos países como Israel y Japón, prohíben cualquier tipo de práctica relacionada al financiamiento colectivo.

Regulación del financiamiento colectivo en base a equity:

Para este tipo de financiamiento podemos mencionar tres regímenes regulatorios. En el primer régimen el *crowdfunding* en base a *equity* está prohibido por las regulaciones del país. En el segundo caso este tipo de financiamiento es legal, pero la regulación que rige sobre el mismo genera barreras de entradas difíciles de franquear, en países con este tipo de regulaciones no existe un mercado de *crowdfunding* de *equity*. En el último caso, la regulación impone límites estrictos sobre quién puede invertir en esta tipo de instrumentos, usualmente limitando la operatoria a inversores calificados únicamente. También se limitan la cantidad de inversores que tienen permitido invertir y el tamaño de la compañía que emite las acciones. Tomando como ejemplo el caso de Estados Unidos, las plataformas *online* están obligadas a verificar que los inversores cumplan con los límites impuestos por la SEC: cada inversor puede invertir hasta el 5% de su ingreso anual si su ingreso anual es menor a los 100 mil USD, este límite sube al 10% de su ingreso anual si registra ingresos por más de 100 mil USD. Como consecuencia

bajo este régimen de regulación el mercado de *crowdfunding* en base a *equity* es pequeño.

Marco regulatorio en Argentina

Ley 27. 349 - Apoyo al Capital Emprendedor

Con el objetivo de apoyar la actividad emprendedora en el país y su posterior expansión internacional, así como la generación de capital emprendedor el gobierno logró la aprobación de la Ley de Apoyo al Capital Emprendedor con mayoría absoluta en el Senado a fines de Marzo de 2017. Lo que la ley busca es fomentar que se genere capital para emprendedores con presencia geográfica en todo el territorio nacional. De este modo, lograr con los fondos, un crecimiento que fomente el desarrollo de las actividades productivas locales.

La nueva ley dispone una serie de mecanismos para simplificar los trámites de creaciones y operación de las sociedades que antes eran largos, tediosos y burocráticos. Además dispone de beneficios impositivos y la constitución de un fondo para el financiamiento de emprendimientos. En lo que a este trabajo compete, lo más importante es que esta nueva ley reglamenta la figura del financiamiento colectivo por primera vez, dejándola bajo la regulación de la CNV.

Algunas definiciones que establece la nueva Ley de Apoyo al Capital Emprendedor:

Emprendimiento: “a cualquier actividad con o sin fines de lucro desarrollada en la República Argentina por una persona jurídica nueva o cuya fecha de constitución no exceda los siete (7) años. Dentro de la categoría “Emprendimiento”, se considera “Emprendimiento Dinámico” a una actividad productiva con fines de lucro, cuyos emprendedores originales conserven el control político de la persona jurídica, entendido éste como los votos necesarios para formar la voluntad social, elegir a la mayoría de los miembros del órgano de administración y adoptar decisiones en cuanto a su gestión. La calidad de “Emprendimiento” se perderá en caso que se deje de cumplir alguno de los requisitos mencionados.”

Emprendedores: “a aquellas personas humanas que den inicio a nuevos proyectos productivos en la República Argentina, o desarrollen y lleven a cabo un emprendimiento en los términos de esta ley. En el caso de las personas humanas no registradas ante la Administración Federal de Ingresos Públicos y que no realicen aportes a la seguridad social, se instruye al Poder Ejecutivo nacional a adoptar un plan de regularización tendiente a favorecer la inclusión de estas personas y la posibilidad de gozar de los beneficios de esta ley y el acceso al financiamiento en igualdad de condiciones.”

Institución de capital emprendedor: “a la persona jurídica —pública, privada o mixta—, o al fondo o fideicomiso —público, privado o mixto— que hubiese sido constituido en el país y tenga como único objeto aportar recursos propios o de terceros a un conjunto de emprendimientos, según se defina en la reglamentación.”

Inversores en capital emprendedor: “a los efectos de esta ley: a) La persona jurídica —pública, privada o mixta—, fondo o fideicomiso —público, privado o mixto—, que invierte recursos propios o de terceros en instituciones de capital emprendedor; b) La persona humana que realice aportes propios a instituciones de capital emprendedor; c) La persona humana que en forma directa realice aportes propios a emprendimientos.”

Los principales puntos incluidos en la nueva ley son los siguientes:

- ➔ Introduce una nueva figura jurídica llamada Sociedad por Acciones Simplificada (SAS) y podrá crearse y manejarse en forma digital desde cualquier lugar del país en 24 horas, eliminando los largos tiempos de espera del pasado, de entre 6 meses a un año, para crear una sociedad anónima. Puede tener un único socio, con un capital mínimo de dos salarios mínimos, vitales y móviles. Se introduce la posibilidad de abrir una cuenta bancaria simplificada y poder digitalizar firmas, libros y poderes, incorporar uno o más accionista y poder emitir acciones con el mismo derecho pero a distinto precio, mejorando así los procesos operativos.
- ➔ Beneficios impositivos para inversores registrados en fondos de emprendedores, pudiendo estos deducir del pago de Impuesto a las Ganancias el 75% (y hasta el 10% de la ganancia neta sujeta al impuesto) de los aportes de capital en emprendimientos. Este porcentaje asciende al 85% si los fondos son aportados a emprendimientos identificados como pertenecientes a zonas de menor desarrollo y con menor acceso a financiamiento. Se establece un cupo máximo para la aplicación del beneficio, hasta un 0,02% del PBI nominal.
- ➔ Dispone la creación del Fondo Fiduciario para el Desarrollo del Capital Emprendedor (FONDCE), este fondo marca la primera vez que el Estado destinará fondos para invertir en forma conjunta con el sector privado en emprendimientos con alto potencial de desarrollo. Estará estructurado bajo la forma de un fideicomiso de administración y financiero contando como beneficiarios a emprendedores, emprendimientos e instituciones de capital emprendedor. Los bienes fideicomitados provendrán de: recursos nacionales asignados mediante el Presupuesto Nacional; de donaciones; de organismos nacionales, provinciales e internacionales; de la colocación de los valores emitidos por el fideicomiso en el mercado de capitales; de aportes de empresas nacionales o extranjeras, públicas o privadas que decidan aportar al desarrollo de la industria del capital emprendedor de nuestro país. Específicamente los bienes

del fondo se destinarán a: otorgar créditos o asistencia financiera para el apoyo de proyectos de emprendedores; aportes no reembolsables (ANR) para emprendimientos, instituciones de capital emprendedor y aquellas que presten el servicio de incubación o aceleración de empresas, esta clase de aportes no podrán superar en ningún momento el 30% de los fondos administrados por el FONDCE; aportes de capital de manera directa a emprendimientos e instituciones de capital emprendedor. El FONDCE estará constituido en un 40% por inversión pública, y contarán con administradores privados que seleccionarán los proyectos con la asistencia de un consejo asesor compuesto por expertos nacionales e internacionales.

- Creación del “Fondo Semilla”, el cual tendrá como objetivo capacitar técnicamente y financiar a aquellos emprendedores que se encuentran iniciando un proyecto o desean potenciar uno ya existente. Los criterios de selección que se tendrán en cuenta a la hora de elegir los emprendimientos que participarán del “Fondo Semilla” son: a) potencial de innovación; b) representación provincial o regional; c) representación de la diversidad de los sectores productivos del país; d) generación de empleo; e) generación de valor. El consejo asesor que elegirá los emprendimientos tendrá especial consideración de las economías regionales, el desarrollo local y la innovación social. La asistencia financiera, cuyo fondeo provendrá del FONDCE, que los emprendimientos seleccionados recibirán puede constar de créditos a tasas preferenciales, aportes no reembolsables (ANR), y otros instrumentos de determinar por la Secretaría de Emprendedores y de la pequeña y mediana empresa.
- También se seleccionarán 13 aceleradoras o incubadoras de emprendimientos (3 de ellas de base científica) las otras 10 con base tecnológica, con licencias por 4 años. A estas incubadoras se les destinarán aportes para los gastos operativos y para la inversión conjunta en emprendimientos argentinos.

Figura de financiamiento colectivo

Como se mencionó previamente la ley contempla también la regulación de mecanismos de financiamiento colectivo por primera vez en el país, mediante el cual se pueden realizar aportes para un determinado proyecto por internet, a través de plataformas, estando su operatoria bajo la regulación de la Comisión Nacional de Valores (CNV). La reglamentación y regulación del *crowdfunding* tiene como objetivo fomentar y facilitar el financiamiento a la industria de capital emprendedor a través del mercado de capitales, para darle los medios a los emprendedores para que logren hacer crecer sus proyectos y que se conviertan en empresas de mayor tamaño que aporten fuentes de empleo de calidad y ayuden al crecimiento económico argentino.

Algunas definiciones de términos recurrentes mencionadas en la ley son:

Plataforma de financiamiento colectivo:

“Son sociedades anónimas autorizadas, reguladas, fiscalizadas y controladas por la Comisión Nacional de Valores y debidamente inscriptas en el registro que al efecto se constituya, con el objeto principal de poner en contacto, de manera profesional y exclusivamente mediante portales web u otros medios análogos, a una pluralidad de personas humanas y/o jurídicas que actúan como inversores con personas humanas y/o jurídicas que solicitan financiación en calidad de emprendedores de financiamiento colectivo.”

Responsable de plataforma de financiamiento colectivo:

“Son las personas humanas designadas por los accionistas de la plataforma de financiamiento colectivo para el cumplimiento de los requerimientos exigidos por la Comisión Nacional de Valores, actuando en representación de la plataforma de financiamiento colectivo.”

Emprendedor de financiamiento colectivo:

“Es la persona humana y/o jurídica que presenta un proyecto de financiamiento colectivo con la finalidad de obtener fondos del público inversor para su desarrollo, conforme la reglamentación que a tales fines dicte la Comisión Nacional de Valores.”

Proyecto de financiamiento colectivo:

“Es el proyecto de desarrollo individualizado presentado por un emprendedor de financiamiento colectivo a través de una plataforma de financiamiento colectivo y que solicita fondos del público inversor con la finalidad de crear y/o desarrollar un bien y/o servicio.”

Las formas en las que un inversor puede participar en un emprendimiento a través del financiamiento colectivo son variadas, pero todas tienen en común el hecho de que toda interacción entre el posible inversor y el emprendedor o empresa deben hacerse mediante una plataforma de financiamiento colectivo exclusivamente. Para poder participar de un proyecto de financiamiento colectivo el inversor debe adquirir acciones de la sociedad anónima (S.A.) o por acciones simplificadas (SAS) asociada al emprendedor que está buscando el financiamiento, teniendo en especial consideración que dicha sociedad debe prever generar un impacto social y/o ambiental en beneficio del interés colectivo de la sociedad. Este tipo de operatoria es lo que se denomina *crowdfunding* en base a *equity*, en la cual el inversor se convierte en accionista de la empresa que está buscando financiamiento.

Otra forma en la que un inversor puede participar de un emprendimiento de financiamiento colectivo es otorgando un préstamo convertible en acciones de una sociedad anónima o una por acciones simplificada. Esta operatoria en su esencia es similar a la operatoria de *crowdfunding* en base a deuda, pero con la diferencia que esa deuda puede ser convertible en *equity* de la empresa.

Por último un inversor puede participar en un proyecto de *crowdfunding* es a través de un fideicomiso.

La Comisión Nacional de Valores (CNV) será la encargada de reglamentar los requisitos que las plataformas de financiamiento colectivo deben cumplir a los efectos de ser autorizadas como tales y durante el término de su vigencia, así como los necesarios para su inscripción en el registro correspondiente y las obligaciones de información que deberán cumplir. Las sociedades que deseen ser plataformas *online* de *crowdfunding* deberán contar con la leyenda “Plataforma de financiamiento colectivo” o las siglas “PFC” en su razón social. Dicha reglamentación aún no está disponible, se prevé que se publicará en Junio 2017, fecha en la cual terminaría de estar instrumentada la operatoria de financiamiento colectivo.

En cuanto a los proyectos de financiamiento colectivo, los mismos deberán estar dirigidos a una pluralidad de personas para que formen parte de esta inversión colectiva con el objeto de obtener un retorno. Deberán ser creados por emprendedores que necesiten el financiamiento y para obtenerlo publican una campana en una plataforma *online*. Deberán también adecuarse a las reglamentaciones que la CNV disponga sobre los mismos.

La ley estipula una serie de limitaciones para el sistema de financiamiento colectivo, algunas de ellas son dejadas al completo juicio de la Comisión Nacional de Valores. Ejemplo de esto son el límite en cuanto al monto total que puede invertir un determinado individuo o persona jurídica. Otro ejemplo a mencionar es que un mismo inversor, por sí solo o por intermedia de una sociedad que esté bajo su control, no pueda adquirir un porcentaje mayor de la inversión ofrecida del que establezca la CNV. Además, se fija que los inversores no podrán invertir más del 20% de sus ingresos brutos anuales en operatorias de financiamiento colectivo. Se determina que los proyectos destinados a obtener fondos con fines benéficos, y las donaciones, así como la venta directa en la plataforma de bienes y/o servicio quedan excluidos de la operatoria de financiamiento colectivo. La ley no aclara si estas operatorias de *crowdfunding* de comunidad quedan prohibidas, pero indica que no estarán regidas por los artículos de la presente ley ni por la regulación de la CNV.

La ley estipula un mercado secundario de las acciones o participaciones que adquirieron los inversores sobre las empresas que solicitaban financiamiento a través de una plataforma. Los inversores tendrán la posibilidad de vender sus acciones directamente en la plataforma donde las obtuvieron, teniendo así una estrategia de salida de la inversión. El principal riesgo es la liquidez que tendrá este mercado secundario, por lo menos en un comienzo será un mercado con cantidad de transacciones muy limitadas.

En cuanto a las tareas que deben cumplir las plataformas de financiamiento colectivo la norma indica claramente que deberán ser estas las que seleccionen los proyectos a ser

incluidos en su página web. Es decir que deben realizar algún proceso de validación del emprendimiento que busca financiamiento, tanto crediticio como cualitativo para determinar qué tan valiosa para la sociedad puede ser el proyecto en cuestión. Luego de realizado el proceso deben publicarlo en su página web para darle la oportunidad a los inversores de poder participar. Además, deben encargarse de la organizar la publicidad tanto para dar a conocer a la sociedad la existencia del mecanismo de financiamiento colectivo como además promocionar las campañas que están albergadas en su página web. Deben desarrollar canales de comunicación y consulta entre los emprendedores y posibles inversores, para que estos últimos puedan interactuar con los emprendedores para despejar dudas que puedan surgir sobre los proyectos. Presentarán la información de cada proyecto que la CNV reglamente como estrictamente necesaria para que el inversor pueda tomar la mejor decisión posible y limitar así el riesgo de fraude tan latente en la operatoria *online*. Cabe destacar que por más que la plataforma provee toda la información sobre el proyecto, esta no constituye una calificación de riesgo no pudiendo la plataforma asegurarle de ningún modo un retorno futuro al inversor. Por último, se encargará de diseñar los contratos modelos sobre los cuales las transacciones entre inversores y emprendedores se llevarán a cabo.

Por el lado de las actividades que la ley establece como prohibidas para las plataformas de financiamiento colectivo podemos mencionar las siguientes:

- A. Brindar asesoramiento financiero a posibles inversores en relación a los proyectos de *crowdfunding* que se encuentren publicados en su sitio web, pudiendo únicamente brindar información objetiva sobre el proyecto en cuestión.
- B. Recibir fondos de emprendedores para luego invertirlos en sus propios proyectos de financiamiento colectivo con el simple hecho de darle mayor popularidad a la campaña de financiamiento.
- C. Gestionar inversiones en los proyectos de financiamiento colectivo. Cada inversor debe realizar sus propias inversiones ingresando a la plataforma con su usuario y contraseña, no pudiendo ser la plataforma la que tome un rol de agente administrador de las inversiones de uno o más inversores.
- D. Adjudicar fondos de un proyecto de financiamiento colectivo a otro proyecto de financiamiento colectivo sin recurrir al mecanismo que la Comisión Nacional de Valores (CNV) oportunamente establezca para la transferencia de dichos fondos y sin la autorización expresa de los inversores que hubieren aportado esos fondos.
- E. Asegurarle a los emprendedores que solicitan el financiamiento colectivo que la campaña logrará la captación de la totalidad o siquiera una parte de los fondos.

La norma no aclara si las plataformas deberán ser de la modalidad “todo o nada” (si no se alcanza la meta de fondeo buscada el emprendedor no recibe nada” o si puede ser de la forma “quedarse con lo recaudado” por más que no se alcance la totalidad del monto buscado.

- F. Asegurarles a los inversores que efectivamente obtendrán un retorno sobre su inversión en un proyecto de financiamiento colectivo.
- G. Presentar, con la finalidad de obtener fondos del público inversor, proyectos de financiamiento colectivo desarrollados por un responsable de plataforma de financiamiento colectivo, socio y/o dependiente de esa plataforma de financiamiento colectivo. Los inversores que publiquen sus campañas en una dada página no pueden estar vinculados de ningún modo con dicha plataforma, para generar mayor transparencia.

Desarrollo del trabajo

Modelos de crowdfunding, ventajas y desventajas de cada uno

Como se mencionó en la sección en el marco teórico del presente trabajo, existen cuatro modelos de financiamiento, ellos son a saber: el basado en donaciones, el basado en recompensas, los cuales componen el *crowdfunding* de comunidad y los dos que componen el financiamiento colectivo de inversión, que son el basado en *equity* y el basado en deuda. El modelo de donaciones colecta fondos para proyectos creativos o causas de caridad, en algunos casos estas donaciones pueden ayudar a compañías que se encuentran dando sus primeros pasos. En otros casos la compañía desea lanzar un nuevo producto al mercado y ofrecen una recompensa en la forma de un acceso anticipado al producto en cuestión a cambio de financiamiento por parte del inversor (Ejemplo: *Kickstarter* o *Indiegogo*). Por su parte el *crowdfunding* de inversión se refiere a aquellas compañías o individuos que reúnen capital mediante la solicitud de créditos o emisión de acciones. Ya sea mediante deuda o *equity*, los inversores adquieren una pequeña porción de la emisión en cuestión, lo cual se contrapone a modelos tradicionales como por ejemplo los de *Venture Capital* en el cual un inversor adquiere la emisión completa. A continuación, una tabla resumiendo las características, ventajas y desventajas de cada uno de los modelos de financiamiento colectivo.

Modelo de <i>Crowdfunding</i>	Características	Ventajas	Desventajas
<u>Basado en donaciones</u>	Inversores filantrópicos que proporcionan fondos sin esperar ningún retorno a cambio.	No hay riesgo para el donante.	El donante no adquiere un activo que le devengue interés. El emprendedor no logra conseguir grandes cantidades de dinero.
<u>Basado en recompensas</u>	Los patrocinadores reciben un gesto de agradecimiento o un producto en preventa a cambio de su contribución. Este modelo está evolucionando para convertirse en un mercado propio, donde las firmas están logrando obtener grandes sumas con	Hay bajo riesgo para el patrocinador de un proyecto de este tipo, más que nada el riesgo de entrega del producto y el riesgo de fraude.	El retorno potencial para un patrocinador es bajo (asociado al precio inferior que está pagando por el producto en preventa). A no ser que el producto ofrecido tenga un gran potencial de ventas, los emprendedores ven

	preventas.		difícil poder conseguir grandes sumas de dinero.
<u>Basado en deuda</u>	Los inversores reciben un instrumento de deuda que devenga un determinado interés y repaga el capital de acuerdo a un cronograma pactado entre el inversor y tomador.	Tasa de interés pre acordada entre el inversor y el tomador, le quita una cuota de incertidumbre al retorno futuro. Los tenedores de deuda son <i>senior</i> respecto de los tenedores de acciones en caso de quiebra.	El instrumento puede estar subordinado a otros instrumentos de deuda emitidos previamente. La elevada tasa de fracaso de las <i>startups</i> hace que posea riesgos de pérdidas similares al caso de <i>equity</i> , solo que con ganancias acotadas. Requiere de un negocio que ya esté en marcha generando flujos positivos. Ofrecen una estrategia de salida más simple que en el caso <i>equity</i> .
<u>Basado en acciones</u>	Los inversores reciben una porción de las acciones de la compañía a cambio de su contribución.	Se adquiere la oportunidad de participar en la rentabilidad del negocio. Se posee un potencial ilimitado de retorno sobre la inversión. Puede atraer mayores cantidades de inversores.	Existe el riesgo de pérdida total de la inversión. Los tenedores de acciones están subordinados a los acreedores en caso de quiebra de la <i>startup</i> .

Tabla N° 10

Beneficios asociados al financiamiento colectivo

Convirtiéndose en una nueva fuente de financiamiento para que emprendimientos puedan alcanzar su verdadero potencial, el *crowdfunding* viene a democratizar y expandir el acceso a financiamiento, logrando que sea la comunidad quien determine qué emprendimientos o pequeñas empresas deben obtener los fondos para crecer. Con la ya exponencial revolución tecnológica que estamos viviendo desde hace una década,

cada vez más, potenciales inversores entran en contacto con emprendedores para financiarse, a través de plataformas de financiamiento. Este aumento del acceso a financiamiento puede servir como disparador para que surjan nuevos emprendimientos, que luego replicarán en más puestos de trabajo y en crecimiento económico.

Algunos de los principales beneficios que tiene el financiamiento colectivo son:

- Ayuda al crecimiento económico del país mediante un incremento de los flujos de crédito a *startups* y pequeñas y medianas empresas (*PyMES*). Este beneficio es el que más destacan los distintos gobiernos que desean incentivar el crecimiento de *PyMES* y el rol que juegan en sus respectivas economías, ya que estas son el corazón del crecimiento económico. Por lo tanto, cualquier mecanismo que permita a estas organizaciones acceder a fuentes de fondeo más eficientes para desarrollarse y expandirse, tiene un impacto directo en la economía real, en la creación de puestos de trabajo, colaborando en la recuperación económica. El principal beneficio del financiamiento colectivo en base a deuda es su habilidad para conectar inversores con solicitantes de fondeo de manera eficiente y rápida bajo la forma de préstamos. Esto ha facilitado la recuperación del flujo de créditos en los países desarrollados que se vieron severamente afectados luego de la crisis financiera de 2008.
- Llena el vacío que dejaron los bancos desde la crisis financiera del 2008. Con posterioridad a la crisis, las estrictas restricciones impuestas sobre prestamistas tradicionales (bancos), basadas en mayores requerimientos de capital, redujeron el apetito de éstos para el otorgamiento de préstamos no colateralizados, préstamos personales y préstamos a empresas. El financiamiento colectivo es una alternativa a la banca tradicional y han surgido para cubrir este nicho del mercado creciendo exponencialmente desde la crisis.
- Reduce el costo del capital y provee altos retornos a inversores. En un contexto de bajos retornos para los inversores a nivel mundial y de escaso capital para aquellos que lo requieren, el *crowdfunding* provee una alternativa de bajo costo para canalizar ahorros de la economía real, usualmente a menores tasas que las del fondeo tradicional. Acorde al riesgo implícito en este tipo de inversiones, estas ofrecen al inversor retornos mayores a los que podría encontrar en otros activos en el mercado.
- Provee un nuevo producto para diversificar el portafolio. Las plataformas en base a deuda y *equity* proveen a los inversores un nuevo activo financiero bajo la forma de deuda no colateralizada y acciones. Este nuevo producto puede servirles a los inversores para profundizar la diversificación de sus portafolios. Este hecho, puede reducir el riesgo sistémico del sistema financiero, ya que disminuye la dependencia de los inversores en un solo activo y restringe la

cantidad que cada uno de ellos invierte en cada producto. En reemplazo, la nueva metodología implica que muchos inversores aporten el capital requerido, pero cada uno de ellos, en proporciones más pequeñas.

- Es eficiente en cuanto a sus costos de estructura. Un beneficio diferencial que poseen las plataformas de financiamiento colectivo, respecto de entidades financieras tradicionales como los bancos, es que tienen poca necesidad de tener presencia física o sucursales. Su principal necesidad es contar con un equipo de programadores para mantener la página web actualizada en todo momento, por lo que sus costos de estructura y administrativos son relativamente bajos. Por lo tanto, las plataformas de financiamiento colectivo son más eficientes, en cuanto a costos, que los prestamistas tradicionales que necesitan contar con presencia física (sucursales) y mayor capital humano para operar efectivamente. El contar con una estructura de costos más eficiente disminuye los costos del préstamo para el solicitante y aumenta el retorno que recibirán los inversores.
- El hecho de que su naturaleza sea *online*, lo hace más práctica y atractiva para inversores. Muchas plataformas *online* de financiamiento colectivo enfatizan esta ventaja en sus campañas de publicidad. Las plataformas son más accesibles a los posibles inversores, que encuentran atractivo el poder operar en el momento y lugar que ellos deseen. A diferencia de lo que con las inversiones tradicionales, las que ofrecen las plataformas de *crowdfunding* están disponibles en todo momento. El hecho de que las plataformas estén montadas en internet le posibilita a los inversores poder investigar numerosas inversiones potenciales en un mismo lugar y rápidamente determinar si la compañía encaja con su estrategia de riesgo y retorno pretendido. En los países en desarrollo está surgiendo la tendencia de los inversores a monitorear las plataformas de *crowdfunding* de comunidad (tanto en base a recompensas como a donaciones) para descubrir compañías innovadoras donde luego poder invertir. El aspecto *online* también le da a las plataformas más flexibilidad para actualizar sus operaciones y diseño y adaptar sus campañas de marketing ante un mercado que está en constante evolución. Aunque en la actualidad son pocas las plataformas que ofrecen sus servicios internacionalmente, el modelo de negocios *online*, facilitaría una sencilla y conveniente expansión en diversos países, sólo sujeta a la barrera de regulación vigente en cada uno de ellos.
- Aumenta la competencia en el sector financiero, donde históricamente hubieron pocos participantes. La irrupción del financiamiento colectivo como un nuevo método de obtención de fondos, genera que los bancos tradicionales se vean obligados a innovar, reducir sus costos e incrementar su eficiencia para poder competir. Esta competencia en última instancia beneficia a los prestamistas, quienes obtienen mayores retornos, y a los tomadores de préstamos, quienes obtienen fondos a tasas más bajas.

El financiamiento colectivo de comunidad otorga beneficios que aunque más intangibles, no por eso menos importantes, ya que muchos de ellos son de gran utilidad para las empresas sobre todo para aquellas que se inician.

- Es útil para validar productos. Las compañías en sus etapas iniciales pueden valerse del financiamiento colectivo para explorar la viabilidad de su producto o servicio. Conjeturar que tan atractivo es para el mercado, y al mismo tiempo atraer y entusiasmar a inversores con el perfil de adoptadores tempranos, realizando esto a un bajo costo (costo de la plataforma únicamente). El financiamiento colectivo de este modo ofrece un gran beneficio en cuanto al marketing, el hecho de que la campaña de fondeo sea *online* genera gran exposición a nuevos inversores, ya que el efecto viralización a través de redes sociales juega un rol fundamental.
- Ofrece también, la oportunidad para analizar el mercado y poder estimar la demanda futura. Los modelos de financiamiento colectivo en base a donaciones o recompensas (que funcionan como preventas) les permiten a las empresas poder explorar la demanda de sus productos o servicios. Si la campaña de fondeo es exitosa la empresa tendrá acceso a los fondos necesarios para el lanzamiento inicial de su producto. Desde el punto de vista del inversor, resulta provechoso el hecho de que un gran número de personas valide y aporte a una determinada campaña. Esta aprobación pública reduce el riesgo de la inversión, y permite comprobar que el producto tendrá buena demanda una vez que se lance al mercado.
- Sirve para crear redes de apoyo que fomentan el desarrollo de la empresa. Las *startups* que publican campañas de *crowdfunding* pueden involucrar un grupo de clientes sumamente motivado que hacen el doble rol, tanto de inversor ángel y de proveer una retroalimentación detallada sobre el producto o servicio de la compañía. La campaña de fondeo *online* le da a la empresa en sus inicios, acceso a una red de apoyo formada por gente que tiene un real interés en que el negocio prospere. Mucha de esta gente pondrá sus talentos y habilidades al servicio del emprendedor. Además, en muchos casos, su intervención puede acercar al emprendedor los contactos con actores de la industria a la que apunta el proyecto ayudándolo para el crecimiento en las primeras etapas.
- Provee retroalimentación activa por parte de los inversores, que beneficia también al emprendedor, permitiéndole hacer una evaluación objetiva de la penetración de su producto en el mercado. Dicha retroalimentación puede llevar a que el emprendedor analice y adapte su modelo de negocios. Otorgándole a la empresa la información necesaria para realizar cambios substanciales: el mercado al cual apuntar, o la conveniencia de alianzas estratégicas con nuevos proveedores o vendedores. El abierto y fluido intercambio de información aporta

nuevas ideas sobre el producto, permite afinar conceptos macro del negocio y vislumbrar los mercados a los cuales se apunta. Todo esto, incrementa considerablemente la eficiencia de la empresa y eleva sus posibilidades de crecimiento y éxito. El resultado final de una campaña de financiamiento colectivo exitosa es, además de obtener el fondeo requerido, incrementar la visibilidad y credibilidad de la empresa entre el mundo inversor. Los inversores de financiamiento colectivo luego pueden convertirse en clientes una vez que el negocio de la empresa haya crecido lo suficiente. Un buen ejemplo de cómo la retroalimentación juega un rol importante en el éxito de los emprendimientos es el caso de la empresa *Kone*, que buscó financiamiento en *Kickstarter* para su sistema integral de filtrado y elaboración de café. Inicialmente pretendía recolectar 5 mil USD pero en 90 días, tras una muy exitosa campaña logró recolectar 155 mil USD. Durante la campaña, la empresa recibió retroalimentación fundamental por parte de los inversores, incluyendo la sugerencia de agregar una mejor manija para evitar quemaduras y un sello en la tapa para evitar salpicaduras. La empresa pudo afinar y mejorar su producto previo al lanzamiento masivo al mercado con la ayuda de los inversores. A continuación se muestra el producto que comercializa *Kone*.



Cuadro N° 5 - Fuente: Kone.

Riesgos asociados al financiamiento colectivo de inversión

Como toda inversión financiera hay riesgos asociados, el financiamiento colectivo no es la excepción, está en el inversor el maximizar el retorno en función del riesgo al que se expone. A continuación, detallo alguno de estos riesgos:

Riesgo de crédito del emprendedor:

Las tasas de default son un factor importante a tener en cuenta cuando se habla de financiamiento colectivo de inversión. A modo de ejemplos, cuando *Prosper*, una de las

plataformas de *crowdfunding* en base a deuda más grandes de los Estados Unidos, debutó en el año 2006 tenía definido un umbral mínimo de *score* crediticio muy bajo para los tomadores de préstamos, que obtenían préstamos a través de su plataforma. *Prosper* aceptaba tomadores con un *score* crediticio de 520 que para Estados Unidos es considerado *subprime*. La plataforma pretende que los posibles inversores tuvieran en cuenta las tasas de interés para diferenciar entre las distintas oportunidades de inversión, donde a mayor tasa de interés mayor riesgo de crédito del tomador del préstamo. El esquema de altas tasas de interés asociado con altos riesgos de crédito, fue desvirtuado por el sistema de licitación que la plataforma usó. En el mismo, bajaba las tasas de interés a medida que más inversores se involucraban en un préstamo. Como resultado se dieron elevadas tasas de *default* en la industria del financiamiento colectivo de deuda con *Prosper*, registrando una tasa de *default* del 30%. Ante esto, la SEC ordenó el cese de actividades de *Prosper* en 2009, aludiendo a que la plataforma vendía valores no registrados. Durante 6 meses la plataforma estuvo cerrada, usando este período para poner sus cuentas en orden y acatar el pedido de la SEC. Además, *Prosper* subió el mínimo *score* crediticio a 660, lo cual es considerado un nivel aceptable en Estados Unidos.

Este episodio sirvió para marcar un precedente sobre la industria de *crowdfunding* en base a deuda, cuyas prácticas de negocio fueron puestas bajo un severo escrutinio. La industria se autoimpuso reglas sobre sí misma y subió el mínimo nivel de *score* crediticio que deben tener los solicitantes de préstamos. Comenzó a analizar con mayor detenimiento a los tomadores de préstamos y así determinar qué tan seguros eran a la hora de repagar el préstamo. En base a estos análisis, fueron clasificados y se les asignó una tasa de interés acorde. Estas políticas crearon un criterio de inversión más estricto, resultando en ratios muy bajos de aceptación de posibles tomadores de préstamos en todas las plataformas de la industria. La consecuencia fue que la tasa general de *default* se reporta en el rango de 0,2% y 7% dependiendo de la plataforma. A continuación un relevamiento de las tasas de *default* de las principales plataformas de *crowdfunding* en base a deuda al año 2013.

Plataforma	Tasa Default	País
Prosper	7,00%	EEUU
Lending Club	4,30%	EEUU
Auxmoney	2,60%	Alemania
CreditEase	2,00%	China
Funding Circle	1,50%	Reino Unido
Afluenta	1,30%	Argentina
RateSetter	0,30%	Reino Unido
Zopa	0,20%	Reino Unido

Fuente: Compilado por IOSCO, con datos de cada plataforma.

Tabla N° 11

A pesar de que la tabla muestra que las tasas de *default* de la industria del financiamiento colectivo en base a deuda son bajas, hay que tener en cuenta que se encuentran sesgadas ya que se consideran únicamente las plataformas exitosas y no aquellas que fracasaron y dejaron la industria. Además, muchas plataformas llevan poco tiempo operando y la mayoría de sus préstamos todavía no habían alcanzado la madurez que se estima en torno a los 3 años en promedio. Esto quiere decir que incluso las plataformas que comenzaron sus operaciones en 2008, recién estaban comenzando a obtener datos sobre tasas de *default* globales. En el caso del *crowdfunding* en base a *equity* existe un mayor riesgo de *default* ya que las *startups* tienen en algunos casos un 50% de probabilidad de quebrar durante los primeros 5 años de su operatoria.

Invertir en préstamos no garantizados quiere decir que no hay un colateral que pueda ejecutarse en caso de quiebra del tomador, más que las leyes de quiebras comunes. En este tipo de inversiones el prestamista no tiene acceso a los activos del tomador en caso que este declare la quiebra. Una manera de mitigar este riesgo es mediante la diversificación del portafolio de préstamos otorgados por parte de los inversores. En algunas plataformas la diversificación es un requisito obligatorio en pos de proteger a sus inversores (ejemplo: Afluenta). Mediante la diversificación del monto total invertido en varios préstamos de menor tamaño, si uno de los préstamos otorgados *defaultea* la pérdida puede ser absorbida en parte por los otros préstamos remanentes.

Otro método para mitigar el riesgo de crédito del tomador es mediante fondos de seguros, administrados por las propias plataformas, que en caso de *default* del tomador compensa al inversor por su pérdida. En algunas las plataformas que han implementado este tipo de compensación, el fondo es creado por los tomadores que contribuyen un porcentaje del préstamo total adquirido mediante la plataforma. Por ende el inversor queda expuesto al riesgo de que el fondo compensatorio no sea lo suficientemente grande para cubrir el *default* completo del tomador. La existencia de este fondo compensatorio puede tentar a los inversores de obviar la investigación sobre el tomador del préstamo, asumiendo el riesgo al saberse parcialmente protegidos por el fondo.

Riesgo de plataforma online:

Es el riesgo de que la plataforma *online* sobre la cual opera el financiamiento colectivo deje de operar temporal o permanentemente. Si la plataforma cierra puede comprometer los préstamos otorgados por los inversores ya que es la plataforma la que juega el rol de intermediaria y responsable de la gestión de cobranzas de los préstamos. Como la mayoría de las plataformas aún deben demostrar que son modelos exitosos de negocios, este riesgo está latente. Un ejemplo de esto es la plataforma *Quakle*, de origen en el Reino Unido, que en 2011 cerró súbitamente de la noche a la mañana sin dar información ni a prestamistas ni inversores. Como consecuencia los contratos no fueron cobrados resultando en una pérdida del 100% para los inversores. Muchas de las plataformas adoptaron como modelo de negocios el hecho de crear cuentas segregadas

de modo que la plata de los inversores y las cobranzas de los préstamos pasen por cuentas diferentes a las de la plataforma. De este modo ante el evento de que la plataforma dejase de operar, las cuentas podrían ser tomadas por otro administrador u organización, permitiendo que los préstamos preexistentes puedan repagarse. Algunas plataformas han diseñado planes de resolución para darles tranquilidad a los inversores. En los planes detallan las obligaciones contractuales a las que se somete la organización, incluyendo la posibilidad de mapear cada préstamo originado, a su respectivo prestamista e inversor.

Estos planes que juegan el papel de “testamentos en vida” combinados con la existencia de cuentas segregadas reducen el impacto de un fracaso en la plataforma *online*. Sin embargo este modelo de negocios no es algo universal dentro de las plataformas, ni tampoco hay un requisito legal en algunos países que obligue a las mismas a tener este tipo de plan listo ante un evento de cese de operación.

Riesgo de dilución:

Este riesgo está asociado a los inversores que adquieren acciones de la empresa mediante financiamiento colectivo en la primera ronda de emisión. Existe el riesgo de que ante una posterior ronda de emisión los inversores que ingresaron en la primera ronda se vean diluidos si no participan de la nueva ronda. Podemos mencionar tres formas de dilución:

- Dilución por aumento de capital no suscrito (dilución porcentual): Ejemplo de este caso sería una empresa con un capital de 1.000 acciones, en la cual un inversor adquiere el 10% del capital de la compañía (100 acciones) en la primera ronda de emisión. La compañía decide emitir 100 nuevas acciones, el inversor inicial decide no ejercer su derecho de suscripción preferente, por lo que sus 100 acciones iniciales, luego de la ampliación de capital pasar a representar el 9,09% de la compañía.
- Dilución por aumento de capital no suscrito, a un precio inferior al precio de entrada del inversor inicial (*down round*): Ejemplo de este caso es un inversor inicial que compró 100 acciones (que representan el 10% de la compañía *post money*) en \$100, lo cual le arroja un valor *post money* de la compañía de \$1000. Luego la segunda emisión de acciones se da un precio de \$0,5/acción y el inversor inicial decide no suscribir. Por lo que la participación del inversor inicial se reduce a 9,09% y su tenencia se reduce a \$50.
- Dilución por aumento de capital no suscrito, a un precio superior al precio de entrada del inversor inicial (*up round*): Ejemplo: este caso es igual al caso anterior con la diferencia que las 100 nuevas acciones se emiten a \$1,5 c/u, por

lo que la participación del inversor inicial se reduce a 9,09% pero el valor de la tenencia del inversor inicial aumenta a \$150.

Para contrarrestar este riesgo el inversor debe asegurarse de que las acciones que adquiere en la primera ronda de emisión posean cláusulas anti dilución ante el caso de un *down round* en la segunda ronda, generalmente estas cláusulas contemplan un periodo máximo de 180 días entre la ronda uno y la ronda dos. Existen dos mecanismos anti dilución en favor de inversor de ronda uno, estos son:

- *Full ratchet*: este tipo de protección supone una compensación en acciones adicionales a favor del inversor capitalista, ante un *down round*. Ejemplo de este caso es una compañía que emitió 50.000 acciones a \$20/acción, las cuales suscribió por completo el inversor inicial. Poco después la compañía decide emitir 10 nuevas acciones a \$10/acción. Automáticamente se produce un recalcule, de forma que el monto que aportó el inversor inicial se divide por el nuevo precio, arrojando un número de acciones equivalente a 100.000 que será la tenencia final del inversor inicial, diluyendo a los fundadores de la compañía. Una modificación de este esquema es el llamado “*pay to play*” en el cual la compensación en acciones a favor del inversor inicial únicamente se da si este último participa en la suscripción de acciones de la ronda dos.
- *Weighted Average*: Este mecanismo, a diferencia del *full ratchet* tiene en consideración la cantidad de acciones que se emitieron debajo del valor al cual ingresó el inversor inicial. Existen dos variantes de este mecanismo: *narrow based* (en el que únicamente se considera para la compensación la cantidad de acciones emitidas en la ronda uno y la ronda dos) y *broad base* (en el que se consideran además de las acciones emitidas en ronda uno y dos, a otros instrumentos con potencial dilutivo como algún bono convertible en acciones). La compensación para el inversor inicial se acciona del mismo modo, pero la cantidad de acciones que se le entregarán al inversor se calculan obteniendo un precio promedio con la siguiente fórmula en lugar de dividir el monto aportado por el inversor por el precio de la segunda ronda:

Precio promedio:
$$\text{Precio de entrada inversor inicial} * [\text{n}^\circ \text{ de acciones inv inicial} / (\text{n}^\circ \text{ acciones inv inicial} + \text{n}^\circ \text{ acciones nueva emisión})] + \text{precio de nueva emisión} * [\text{n}^\circ \text{ acciones nueva emisión} / (\text{n}^\circ \text{ inv inicial} + \text{n}^\circ \text{ acciones nueva emisión})]$$

Riesgo de fraude:

El financiamiento colectivo en base a deuda sufre de los mismos riesgos asociados a otros tipos de instituciones que se dedican a otorgar créditos, entre los cuales incluimos: robo de identidad, lavado de dinero, financiamiento del terrorismo, violación de la privacidad del consumidor y violaciones a la protección de datos. Las plataformas

operan exclusivamente de forma *online*, a través de páginas de internet, de modo de sacar provecho de los menores costos asociados con este tipo de negocios tecnológicos. Esto quiere decir que hay una mayor chance de fraude en ambas formas de *crowdfunding* de inversión, tanto en base a deuda como en base a *equity*, debido a la anonimidad propia del internet sobre la cual las plataformas operan. En algunos países, la industria ha tomado la iniciativa de auto regularse de modo de mitigar este riesgo. Algunas plataformas, incluso realizan chequeos manuales sobre cada tomador de préstamos, para buscar motivaciones de hacer fraude, antes de permitirles que publiquen campañas de fondeo en su plataforma. Otras, usan información de terceros además de verificar la identidad de los tomadores antes de originar los préstamos. Sin embargo, son pocas las plataformas que realizan chequeos y verificaciones similares a cerca de los prestamistas, siendo que la mayoría únicamente les solicita lo mínimo requerido para cumplir con leyes de prevención del lavado de dinero. Debido a su naturaleza *online* tanto el financiamiento colectivo en base a deuda como el de acciones enfrentan un alto riesgo de fraude. Esto genera preocupación sobre qué tan protegidos están los inversores, especialmente los minoristas que pueden no saber qué información solicitarle a su contraparte para reducir este riesgo.

Asimetría de la información y su calidad:

Debido a la naturaleza anónima del mercado de financiamiento colectivo en base a deuda, el prestamista no posee información dura o bien fundamentada acerca del tomador del préstamo. La única información técnica disponible al inversor es la tasa de interés que la plataforma le asignó al solicitante de acuerdo a su perfil de riesgo crediticio. Esto se hace para mantener al tomador del préstamo en el anonimato, por lo que los prestamistas deben basar su decisión en base a la investigación que haya hecho la plataforma. Esto complica la operatoria y hace que los prestamistas están constantemente alertas sobre sus inversiones si quieren obtener las tasas de rendimientos que prometen las plataformas.

El riesgo que presenta la asimetría de la información podría mitigarse mediante el uso de plantillas estandarizadas al momento de dar de alta un nuevo solicitante en la web de la plataforma para tener mayor transparencia e información concreta sobre el solicitante. También deberían estandarizarse la documentación contable que las plataformas publican sobre sus solicitantes y el uso pretendido del préstamo. En lo que respecta al financiamiento colectivo en base a *equity* el acceso a la información y su transparencia sobre la situación financiera del emisor serian de gran ayuda para que los inversores tomen decisiones informados, además de conectar al emisor con inversores que conocen en detalle su negocio antes de comprometerse con una inversión en acciones.

Riesgo de inversores inexperimentados:

Este riesgo se da particularmente entre inversores minoristas que no son sofisticados como un inversor institucional o profesional. Puede verse incrementado por ejemplo, por la seguridad y credibilidad percibida hacia la industria que buscan la financiación, dado que los gobiernos suelen implementar continuos cambios regulatorios para fomentar el crecimiento de la misma. Estas acciones por parte de los gobiernos pueden ser vistas por el inversor poco experimentado, como sello de aprobación hacia la industria del financiamiento colectivo de inversión. Al caer en la interpretación de que dicha industria es completamente segura, obvian los pasos cautelosos de verificación antes de invertir. En el financiamiento colectivo en base a deuda son pocas las plataformas que poseen un fondo para mitigar posibles defaults de los tomadores de préstamos, esto no es del todo conocido por los inversores y no todas las plataformas aclaran del mejor modo que el capital completo prestado está bajo riesgo. Por ende, inversores minoristas que no poseen el nivel de conocimiento o la misma capacidad de absorber defaults, como si la tienen inversores profesionales, pueden sufrir pérdidas proporcionalmente más grandes.

Riesgo de iliquidez:

El riesgo de iliquidez es uno de los más importantes, ya que al no haber mercado secundario para descargar los préstamos o acciones adquiridas los inversores se ven involucrados hasta el final o hasta una futura venta o IPO de la compañía. Los inversores pueden no entender completamente los riesgos involucrados en acciones ilíquidas, y pueden verse atraídos ante la promesa de altos retornos e invertir en compañías con altas probabilidades de fracaso. Ante este posible evento de quiebra los inversores enfrentan la pérdida total de lo invertido. En resumen, la falta de liquidez es un riesgo que los inversores y reguladores deben analizar tanto respecto del *crowdfunding* en base a deuda como en base a acciones. Debido a lo rápido que se difunden las campañas de financiamiento colectivo, las chances de que un inversor inexperimentado invierta sin considerar este riesgo son elevadas. Ya una vez que su dinero está aplicado en un préstamo o fue invertido en acciones de la compañía hay pocas perspectivas de poder salirse de la inversión a no ser que sea un precio muy inferior. De todos modos la falta de liquidez no incrementa las chances de riesgo sistémico hasta que la industria crezca lo suficiente.

Riesgo de ciberataque:

Debido a la naturaleza, basada en la internet, del financiamiento colectivo tanto en base a deuda como en base a *equity*, existe un riesgo significativo relacionado a la seguridad informática. Dicho riesgo puede presentarse de muchas formas, desde una sobrecarga en la infraestructura de la plataforma, hasta mezclar los fondos de las cuentas o robar la identidad de los usuarios de la misma. Está en la responsabilidad de los creadores y administradores de la plataforma el asegurar que poseen la experiencia técnica necesaria para prevenir ataques a la seguridad informática.

Otras formas de financiamiento disponibles para startups

Cuando a un emprendedor se le ocurre la idea para un proyecto, lo primero que debe hacer antes de salir en busca de financiamiento, es diseñar un modelo de negocios sólido, en torno a dicha idea, y tener en claro que pasos van a ser necesarios transitar para transformar la idea en un negocio exitoso. Para definir qué tipo de financiamiento va a necesitar hay que precisar si se cuenta con un negocio viable o uno que sea escalable. La principal diferencia consiste en que el primero, simplemente logra generar mayores ingresos que gastos (pero estos últimos acompañan el crecimiento de los ingresos), mientras que en el segundo caso, la infraestructura del negocio es capaz de soportar cada vez mayor volumen de usuarios sin tener que recurrir en grandes gastos. Los negocios viables tienen velocidades de crecimiento menores y por ende requieren menor financiamiento, mientras que los escalables requieren de una gran inversión para poder dar inicio a la actividad. Las formas de financiamiento disponibles en la etapa inicial de un proyecto son diversas, no existiendo una receta sobre cuál es la más apropiada para cada tipo de emprendimiento.

De más está decir que el primer método de financiamiento al que se debe acudir es a los propios ahorros del inversor, ya que si él mismo no cree en su propio proyecto como para invertir en él, ya se encuentra destinado al fracaso. Tampoco hay que excederse e invertir todo lo que se tiene en el proyecto ya que se puede correr el riesgo de quedar comprometido económicamente si luego el proyecto no tiene el éxito esperado.

La segunda forma es la conocida como las 3F (por sus siglas en inglés de *Friends, Fools and Family*) que hace referencia a amigos, personas incautas que sean cercanas y familiares quienes confían en el proyecto y nos prestan o regalan parte de su dinero para comenzar. En general, estas personas son más permeables a la hora de prestar dinero y ofrecen más comodidades al momento de devolverlo. Por más que parezca una forma sencilla de obtener fondos las cosas pueden complicarse, sobre todo si el emprendedor hace promesas que sabe no podrá materializar. Lo ideal es que los que aporten el dinero sean de suma confianza y que no necesiten su dinero de vuelta en el corto o mediano plazo. Para darle un marco profesional se sugiere enmarcar el préstamo bajo un contrato con la figura de participaciones de la empresa naciente, teniendo siempre en cuenta no excedernos en la cantidad de participaciones emitidas, para no quedar sobre diluidos desde tan temprana etapa. El inconveniente surge en que a veces no es lo mejor mezclar trabajo con relaciones personales, aunque a su vez es también una forma de demostrar que el proyecto es viable. Conseguir dinero de personas cercanas suele ser un paso necesario para convencer a un inversor ángel o a un fondo de *venture capital* de que ya se cuenta con un cierto capital, y de que alguien externo al *startup* cree en el proyecto.

En tercer lugar el emprendedor puede recurrir a un préstamo bancario. Esta opción, sin duda alguna, resultará difícil de lograr por el hecho de que se trata de una compañía que está recién constituida y está lejos de tener estabilidad en sus flujos de fondos, ya que todavía no los tiene asegurados en el corto plazo. Sin embargo, es posible obtener un

préstamo bancario si el emprendedor está dispuesto a ofrecer sus bienes personales como parte de la garantía. Si bien en la Argentina esta opción no resulta muy factible, en otros países de América Latina como Chile y Uruguay es posible. Por más que resulte una alternativa arriesgada, no deja de ser un buen medio para hacerse de fondos de forma rápida y efectiva, aunque no se debe olvidar que el préstamo deberá ser repagado tenga o no, éxito el proyecto, por lo que si el emprendimiento fracasa el emprendedor puede quedar atado a una pesada carga por muchos años.

Para las siguientes modalidades debemos contar con un modelo de negocio que sea escalable, o con unas posibilidades de crecimientos extraordinarias, y el proyecto debe encontrarse en una fase ya más avanzada. Como requisito mínimo, se precisa haber demostrado la viabilidad del proyecto y contar con un amplio conocimiento del mercado para poder defender la capacidad de crecimiento del negocio.

El cuarto método se trata de conseguir fondos de los llamados *angel investors*. Esta figura cumple el doble rol de ser un mentor para el emprendedor y de aportar capital riesgo. Se tratan de profesionales con amplia experiencia que deciden aportar dinero a la empresa a cambio de una participación en la misma. Además de capital le aportan al emprendedor sus conocimientos sobre su área de *expertise* para ayudarlo a tener éxito en el proyecto. Hay que tener en cuenta que llegar a un *angel investor* no siempre es sencillo, pero existen una gran cantidad de emprendedores exitosos y personas interesadas en apoyar a los nuevos emprendimientos. Una buena forma de llegar a potenciales *angel investors* es volverse activos en la comunidad emprendedora, ir a reuniones, leer y escribir en blogs, y así comenzar a generar contactos que permitan concretar reuniones y cerrar un trato con alguno de ellos.

El quinto método para obtener financiamiento es recurrir a las llamadas aceleradoras y/o incubadoras de negocios. Ambas proveen instalaciones, recursos, contactos valiosos, programas de *mentoring*, y en general se encuentran esponsorizadas por grandes empresas, universidades y hasta con emprendedores exitosos que buscan fomentar la cultura del emprendedurismo. Las aceleradoras son aquellas organizaciones que ayudan a las *startups* a crecer de forma rápida y estructurada, mientras que las incubadoras atraen a emprendedores y les aportan ideas y recursos. Una de las particularidades de las aceleradoras es que facilitan el proceso para obtener financiación. Normalmente, ponen en contacto a los emprendedores con posibles inversores. La limitante que tiene este método es que para poder participar de una aceleradora o incubadora de negocios se debe aprobar una evolución y presentar una cantidad diversa de documentación que demuestre la viabilidad del negocio. Aunque todo emprendedor debiera contar mínimamente con un plan de negocios, el simple hecho de contar con la información no garantiza que la incubadora o aceleradora los aceptara a su programa, ya que estas suelen reservarse el derecho de admitir sólo a ciertos tipos de empresas. Este método no es recomendable para emprendedores que busquen obtener un préstamo rápido o comercialicen un producto que no sea llamativo y novedoso.

El sexto método que podemos mencionar es el de recurrir a un fondo gubernamental. Prácticamente todos los gobiernos, tanto a nivel Nacional como Provincial, cuentan con fondos dedicados a patrocinar a nuevos emprendedores. Después de todo, una compañía que nace hoy, tiene el potencial de generar decenas de miles de empleos en unos pocos años por lo que los gobiernos apoyan enfáticamente la creación de nuevas empresas y buscan fomentar la cultura de emprendedurismo. Esto quedo en evidencia con la nueva Ley de Apoyo al Capital Emprendedor, que ya mencionamos en el trabajo. Con dicha ley el gobierno creo el Fondo Semilla que justamente aportará fondos para las etapas iniciales de los emprendimientos argentinos. Previa a su creación ya existían otros fondos a nivel nacional y provincial, algunos de ellos son el *Fonsoft* (para promover emprendimientos vinculados al *software*) y el *Fontar* (para promover emprendimientos relacionados con tecnología), ambos bajo la órbita del Ministerio de Ciencia, Tecnología e Innovación Productiva del Gobierno Nacional. A nivel regional *CORFO*, del Gobierno de Chile, es una de las instituciones de este tipo más abiertas y dinámicas. En todos los casos, sin embargo, hay que tener en cuenta que el dinero que estos fondos otorgan cubrirá solamente una proporción de los costos, y que su entrega estará sujeta a cupos anuales y a la aprobación de las cuentas y los gastos del *startup* por parte de un auditor, por lo que se requiere de un trabajo burocrático y de mucha claridad en las cuentas.

Por último, debemos mencionar a los fondos de *venture capital*. Este tipo de fondos se especializan en invertir en empresas con alto potencial de crecimiento, y que hayan demostrado que son capaces de alcanzar ciertas métricas críticas que les permitan desarrollar un modelo de negocios sostenible en el tiempo. Justamente por esto, es poco habitual para una *startup* que está dando sus primeros pasos, recurra a este tipo de financiamiento, pero la opción existe. En esta forma de financiamiento ya estamos hablando de mayores cifras, tal cual se vio previamente en el trabajo, este tipo de fondos están dispuestos a invertir grandes sumas de dinero a cambio de un porcentaje importante de la empresa, por lo que hay que considerar una fuerte dilución antes de recurrir a este método.

Hay que tener en cuenta que, si bien estas son algunas de las opciones más populares a la hora de financiar un *startup*, éstas no son mutuamente excluyentes, y pueden combinarse a lo largo del ciclo de vida de una compañía. Al mismo tiempo, siempre se podrá poner la propia creatividad al servicio de buscar nuevos modos de generar dinero que ayuden a la empresa a crecer. A modo de ejemplo, el equipo de *AirBnb* comenzó vendiendo cajas de cereal con leyendas políticas para financiarse en sus primeros pasos. Hoy en día *AirBnb* está valuada en 31.000 millones de USD.

Estrategias de salida del financiamiento colectivo de inversión

Cuando se realiza cualquier tipo de inversión, las posibles formas de salir de la misma siempre deben ser tenidas en consideración. Las inversiones a través de financiamiento colectivo son casi en su totalidad hechas en compañías privadas que carecen de liquidez

de corto plazo, a diferencia de empresas con cotizaciones públicas, cuyas acciones son negociadas en grandes volúmenes a diario en el mercado secundario. Las inversiones mediante *crowdfunding* suelen realizarse en etapas tempranas del ciclo de vida de la empresa, por lo que son consideradas inversiones de largo plazo con salidas potenciales también en el largo plazo. Sin embargo los retornos que dan estas inversiones no son estrictamente de largo plazo. Lo más probable es que la estrategia de salida sea a través de la quiebra de la empresa que no logró tener éxito en su modelo de negocio. Para los inversores en empresas exitosas, existen tres tipos de retornos que son similares a inversiones tradicionales: el cobro de intereses, la distribución de dividendos y los ingresos obtenidos por una venta, fusión u oferta pública inicial. A continuación se explicara cada uno:

Cobro de intereses y principal:

Muchas de las *startups* que buscan financiamiento mediante *crowdfunding* son empresas pequeñas que están empezando a producir resultados positivos pero necesitan fondeo de corto plazo adicional para poder afrontar su capital de trabajo o continuar su crecimiento. Previo a las crisis financiera del 2008 gran parte del financiamiento a este tipo de empresas era hecho por los bancos y otras entidades financieras, pero luego estas endurecieron los requisitos para prestar fondos. El financiamiento colectivo sirvió para llenar este vacío que se formó, permitiéndole a la gente poder prestarle dinero a las compañías que ellos eligiesen ya sea por sus fundamentos y/o porque les gustaban sus productos. Estas compañías no suelen tener los elementos necesarios para lanzar una oferta pública de acciones, ya sea porque la demanda por sus productos o servicios es limitada o el mercado global puede ser acotado o genera atracción local únicamente. Por lo que este tipo de *startups* suelen optar por tomar deuda. Desde el punto de vista del inversor, el préstamo provee un cierto grado de certeza ya que el plazo del mismo y su tasa de interés están acordados contractualmente. Sin embargo, no hay que olvidarse que esta deuda puede ser *junior* a otros acreedores que posea la empresa, por lo que en caso de quiebra pueden no llegar a recuperar el capital invertido. Desde la perspectiva de la empresa, tiene el beneficio de mantener la composición accionaria centralizada en los fundadores sin la necesidad de sumar nuevos accionista y diluir su participación.

Distribución de dividendos:

La distribución de dividendos es una alternativa, si bien no representa una salida completa de la inversión, sino que únicamente es una forma de obtener un retorno sobre la misma sin tener la opción de recuperar la totalidad de lo invertido. Lo recaudado mediante el financiamiento colectivo en base a *equity* es reinvertido en la operación de la empresa, permitiendo otorgar dividendos a sus accionistas si las ganancias son suficientes. Para el inversor, este modelo ofrece el potencial de cobrar un retorno cada año si la empresa progresa (siempre y cuando la asamblea decida y apruebe la distribución de dividendos). Como se mencionó los retornos están completamente

vinculados a qué tan exitosa sea la operación de la empresa, por lo que en años de pocas ganancias probablemente el inversor no recibirá ningún dividendo.

Venta, fusión o IPO:

El mayor retorno que puede esperar un inversor de financiamiento colectivo se daría ante el poco probable escenario (y más aún en etapas tempranas del ciclo de vida) de una venta, fusión o salida a oferta pública inicial de sus acciones. Estadísticamente la mayor ganancia se obtiene apostando en *startups* que están dando sus primeros pasos, pero si se logrará alcanzar una estrategia de salida, cuando y a qué precio son factores totalmente inciertos para el inversor. Claramente una oferta pública inicial es lo más redituable para el inversor, que adquirió acciones mediante una campaña de *crowdfunding*, las chances de que esto ocurra son bajas en países desarrollados y casi remotas en países en vía de desarrollo y emergentes. La mayoría de las empresas nunca alcanzan este tipo de estrategia de salida y suelen ser compradas mucho antes de que el inversor pueda vender sus acciones. La información contable y regulatoria que debe presentarse para poder cotizar públicamente es costosa y desalienta a los dueños que suelen preferir mantener su empresa como privada. Además, los requisitos de facturación anual y valuación mínimas son muy elevados, a modo de ejemplos el *Nasdaq* requiere que la compañía tenga ventas por 90 millones de USD y una valuación de por lo menos 160 millones de USD para poder listarse.

Desde el punto de vista de una posible venta o fusión, esta puede provenir de dos tipos de compradores, los financieros o los estratégicos. Los compradores estratégicos son empresas que quieren absorber los productos de la empresa pequeña dentro de su propia estructura. El producto que la empresa *target* comercializa o las patentes que esta posea encajan bien con su actual línea de productos y por ende busca crecer de forma inorgánica mediante una compra o fusión. Los compradores financieros se ven atraídos a este tipo de empresas simplemente por los flujos de fondos que esta genera y por ende la oportunidad de generar un retorno sobre su inversión en el tiempo. Generalmente, los compradores estratégicos están dispuestos a pagar mayores sumas de dinero por la compra de la empresa *target* por lo que, si esta recibe una oferta de un comprador financiero la gerencia de la *target* buscará en el mercado algún comprador estratégico que esté dispuesto a pagar una cifra mayor por las sinergias que creará con su empresa.

De concretarse una venta o fusión el inversor de financiamiento colectivo recibe un retorno en efectivo y/o puede recibir también acciones de la empresa adquiriente. Estas acciones generalmente van a ser lo suficientemente liquidas tal que le permitirá al inversor venderlas inmediatamente en el mercado secundario o mantenerlas en su portafolio a la espera de una suba en su precio y venderlas posteriormente.

Factores necesarios para la creación de un ecosistema adecuado de financiamiento colectivo

Si se quiere desarrollar un sistema de financiamiento colectivo que sea creíble y confiable se requiere más que únicamente emprendedores e inversores dispuestos a contribuir. También es necesario un ecosistema que sea capaz de acomodar y nutrir al sistema con iniciativas y acciones tales como regulaciones con visión de futuro y soluciones tecnológicas eficaces. Debe lograrse de a poco un cambio cultural en la gente para que vaya adoptando este nuevo vehículo de inversión. El concepto de lograr que se forme un ecosistema en torno a plataformas *online* no es nuevo. La enorme cantidad de redes sociales con las que convivimos día a día son ejemplos de este concepto. En el caso de las redes sociales, luego de la creación de la página web, se creó un ecosistema completo en torno a la misma compuesto por emprendedores y negocios existentes que buscaron maximizar el alcance potencial que tenía la innovadora idea.

En el caso particular de *Facebook*, luego de que comenzó a captar la atención del mundo de forma masiva, cientos de empresas se crearon para buscar maneras de, entre otras cosas, monitorear, analizar y vender productos y servicios explotando la información proveniente del uso de redes sociales. Estas compañías innovadoras crearon miles de empleos dando origen a nuevos productos y servicios. Si bien Facebook es una empresa que se fundó y creció en un entorno de país desarrollado como lo es Estados Unidos, su ejemplo puede servir a entender cómo el surgimiento de una plataforma *online* puede promover el desarrollo de empresas que utilicen dicha plataforma y que fomenten el crecimiento de la misma incluso en países en vías de desarrollo.

Entre los factores de mayor importancia para el desarrollo de un ecosistema exitoso de financiamiento colectivo podemos mencionar los siguientes:

- ➔ La existencia de un marco regulatorio que aproveche la transparencia, dinamismo y volumen que los avances, en términos tecnológicos y de internet, pueden darle a un mercado de fondeo para empresas que se encuentra en sus inicios, como es el *crowdfunding* tanto de comunidad como de inversión. Lo que más deben tener en cuenta los reguladores es la protección a los inversores, ya que para que el sistema funcione debe haber plena confianza tanto en las plataformas *online* que lo componen como en las empresas que buscan el financiamiento. De no lograr el adecuado grado de protección al inversor el sistema podría verse desbordado por casos de fraude lo que en última instancia lo haría colapsar. Lo que se le recomienda a los reguladores es que trabajen en conjunto a compañías de tecnología y a innovadores para encontrar nuevas formas en los que pueden proteger al inversor contra casos de fraude y simultáneamente, recolectar información en el tiempo, sobre las plataformas que prestan el servicio de financiamiento colectivo, para luego poder ir ajustando las regulaciones en base a la performance de las mismas.

-
- Es importante contar con una penetración de las redes sociales en la comunidad. Esto requiere un elevado uso de internet, para lograr canalizar ideas que surjan en la población, sin que sea una limitante, la región demográfica de la que se trate. La principal diferencia entre el financiamiento en etapas tempranas de una empresa dado por amigos y familiares y el que se puede llegar a obtener por medio de financiamiento colectivo es que este último tiene la capacidad de apalancarse en las redes sociales para ampliar considerablemente el alcance de la campaña de fondeo, posibilita herramientas para medir de mejor modo el desempeño de la misma y reduce la fricción generada con familiares o amigos al tener que recibir fondos de su parte. La adopción de las redes sociales está alcanzado valores sumamente elevados en los países en vías de desarrollo. A modo de ejemplo en la Argentina, en el año 2014, según un estudio de la consultora *Carrier y Asociados* del total de internautas locales, el 89% utiliza en la actualidad Facebook, lo que arroja un número de 24 millones de usuarios activos por mes.
 - La existencia de plataformas *online* que estén bien reguladas y sirvan de intermediarias y facilitadoras para la obtención de fondeo por parte de los emprendedores. Los reguladores están ante la posibilidad de utilizar tanto el financiamiento colectivo en base a deuda como el que es en base a *equity* para proveer de una mejor protección a los inversores que la que podrían ofrecer en un marco *offline*. Al ser todo de forma *online*, tanto emprendedores como inversores, tienen la posibilidad de monitorear y reportar, en tiempo real, todos los movimientos que se están efectuando en las plataformas, algo que antes resultaba impensado. Además, consolida el poder de la comunidad para que ésta provea un control adicional y monitoree en tiempo real a las campañas de fondeo. La confianza en las plataformas *online* vendrá como un resultado directo de educar a la comunidad, tanto a inversores tradicionales como a los nuevos. Todos deberán alcanzar el completo conocimiento para comprender de que se trata esta nueva forma de inversión y no tener dudas al respecto. Por su parte los reguladores deberían ver a estas plataformas *online* como entidades que brindan apoyo a los inversores, ante fraudes y a los emprendedores, para obtener fondos de la comunidad.
 - La colaboración con otras empresas del ambiente *entrepreneur* como lo son las incubadoras, aceleradoras y espacios de *coworking* puede servir para generar nuevas ideas y lograr un crecimiento guiado. Es importante entender que si bien el financiamiento colectivo es una tecnología disruptiva, también puede ser un catalizador efectivo para potenciar los esfuerzos que actualmente llevan adelante organizaciones denominadas incubadoras o aceleradoras de proyectos. Surge la oportunidad de pensar de qué modo podemos estructurar estas entidades sus respectivos roles, para obtener el mayor provecho en la manera en que el *crowdfunding* pueda colaborar tanto en la estimación de la demanda de un

producto, como en la obtención de fondos. En la argentina la nueva ley de apoyo al emprendedor plantea la creación de 13 aceleradoras, cada una con licencia por cuatro años para guiar los proyectos de los emprendedores argentinos.

Podría decirse que las condiciones para que las economías en vías de desarrollo le saquen provecho a este nuevo mecanismo de financiamiento están dadas. Sin embargo, los países que deseen implementar un ecosistema de financiamiento colectivo necesitan entender la mecánica de la operatoria. Es tan importante el rol que el gobierno debe jugar en la regulación de la misma, como la infraestructura tecnológica que se requiere. Sólo así se podrá aprovechar este mecanismo para promover la innovación de la mano de emprendedores y a la vez generar puestos de trabajo. En argentina el gobierno está buscando justamente establecer un marco regulatorio, con la nueva ley de apoyo al emprendedor promulgada en marzo 2017, sobre el cual la operatoria pueda desarrollarse sin inconveniente y dando seguridad al inversor.

Aquellos países en desarrollo que logren ejecutar estas acciones de manera exitosa serán capaces de ponerse a la par de los países desarrollados, tanto en el sentido regulatorio como en el económico. Serán capaces de crear marcos que permitan a las empresas acceder al financiamiento desde las etapas iniciales, fomentando así el emprendedurismo. Darán lugar a que nuevas empresas innoven en temas relacionados a tecnología dando como resultado final el surgimiento de nuevas industrias con alto grado de competitividad. El hecho de sumar la opción del financiamiento colectivo al ecosistema emprendedor que ya existe en cada país, puede potenciar dicho ecosistema dándole el impulso necesario para crecer.

Caso Afluenta - Crowdfunding en base a deuda

Afluenta es una empresa de origen Argentino, que fue fundada en 2012 por Alejandro Cosentino. Es una plataforma *online* de financiamiento colectivo, o finanzas colaborativas como ellos se autodenominan, que brinda el servicio de unir a las personas en busca de un préstamo con aquellas en busca de un instrumento para invertir parte de su riqueza. La metodología de operatoria de la plataforma consiste en licitaciones en la cual, los inversores pidan la tasa de interés que ellos consideren apropiada. Como resultado del proceso licitatorio las tasas pueden ser menores a las que el solicitante publica como referencia.

Algunas de las estadísticas principales de Afluenta son:

			
\$ 255.982.580	7.959	\$ 62.834.388	424.705
MONTO EN CRÉDITOS	PRÉSTAMOS OTORGADOS	INTERESES GENERADOS	MIEMBROS COMUNIDAD

Tabla N° 12 - Fuente: Afluenta.

Afluenta permite a los individuos solicitar créditos personales desde \$ 5.000 hasta \$ 300.000 a 12, 18, 24, 36 ó 48 meses de plazo. El solicitante indica la cantidad de dinero que desea y el plazo en el que estaría dispuesto a pagarlo. El monto final que puede solicitar dependerá de su perfil crediticio, el cual es analizado por Afluenta. Los inversores compiten para invertir su dinero a través de la modalidad de subasta, indicando el dinero con el que desean participar desde \$ 50 hasta el 100% del total del monto solicitado y la tasa a la que estarían dispuestos a invertir. El proceso de licitación dura 10 días o hasta alcanzar el monto objetivo definido por el solicitante, lo que ocurra primero. Cuando el total del dinero ofertado por los inversores alcanza el solicitado por el solicitante, las inversiones individuales se consolidan en un único crédito con sus obligaciones correspondientes. Luego los pagos mensuales de las cuotas lo realizan los solicitantes mediante débito bancario y/o transferencia bancaria desde su cuenta o a través de cajeros automáticos, en la fecha elegida por el solicitante. Asimismo, quienes soliciten créditos pueden cancelarlos parcialmente en cualquier momento sin penalizaciones ni costos adicionales.

Los requisitos para poder solicitar un préstamo en la plataforma son: ingresos mínimos mensuales netos de \$ 7.000, no tener deudas atrasadas mayores a 30 días en los últimos dos años, poseer cuenta bancaria y antecedentes con productos de crédito para comprobar un buen comportamiento de pago, ser mayor a 18 años y menor a 75 y ser residente legal en Argentina. Si bien Afluenta no pone restricciones al respecto, recomienda que el valor de las cuotas de tu crédito se encuentre entre el 15% y 25% de los ingresos netos mensuales del solicitante. La estructura de comisiones que cobra Afluenta al solicitante sobre el monto del préstamo desembolsado, es de acuerdo al plazo y al perfil de riesgo, estando los valores entre un 3% y un 10%, de acuerdo al siguiente cuadro (los valores expresados son más IVA):

Comisiones por Uso de la Plataforma

PERFIL	PLAZO				
	12 MESES	18 MESES	24 MESES	36 MESES	48 MESES
AA	3%	3%	3,5%	4%	4,5%
A	4,5%	4,5%	5%	5,5%	6%
B	5%	5%	5,5%	6%	7%
C	6%	6%	6,5%	7%	7,5%
D	6,5%	6,5%	7%	7,5%	8%
E	7%	7%	7,5%	8%	9%
F	8%	8%	8,5%	9%	10%

Tabla N° 13 - Fuente: Afluenta.

Otros conceptos por los que cobra Afluenta son:

- Comisión por administración de cartera: 2% sobre cuotas cobradas de préstamos.

Afluenta está creciendo en su nivel de transacciones de forma exponencial, con cada vez mayor número de inversores participando en cada préstamo por menor monto cada uno, lo cual ayuda a la diversificación y protege a los inversores ante casos de default. La cantidad de inversores promedio por préstamo incrementó de algo más de 25 individuos por préstamo al momento de su lanzamiento, año 2012, a más de 250 individuos a Abril 2017. Por el lado del monto promedio que cada individuo contribuye a cada préstamo el valor se redujo de \$600 por individuo por préstamo en el año 2012 a \$200 por individuo a Abril 2017. A continuación, dos gráficos que ilustran esta situación:

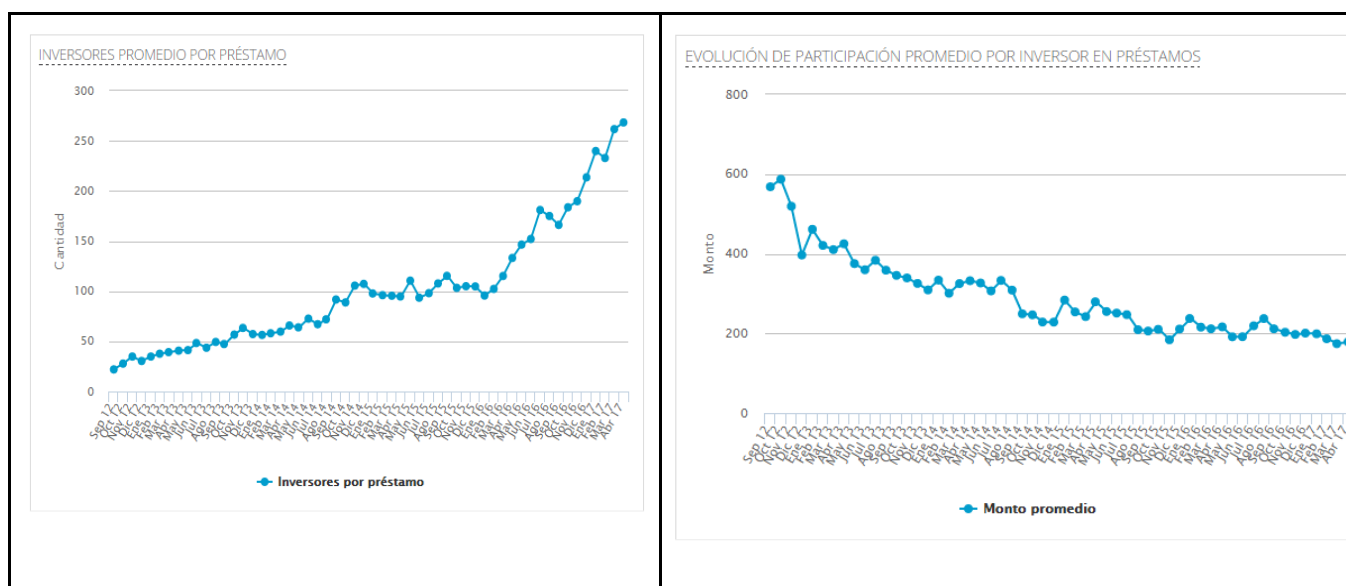


Gráfico N° 20 - Fuente: Afluenta.

Además, el monto acumulado de los fondos disponibles ha aumentado un 662.400% desde su inicio en Agosto 2012, elevando el monto de \$40.000 a \$265.000.000. A continuación, se muestra un gráfico que refleja este incremento, desglosando las fuentes de los fondos disponibles para prestar, en tres categorías: fondos que surgen de reinversión de cuotas cobradas, fondos frescos de inversores existentes y fondos provenientes de nuevos inversores.

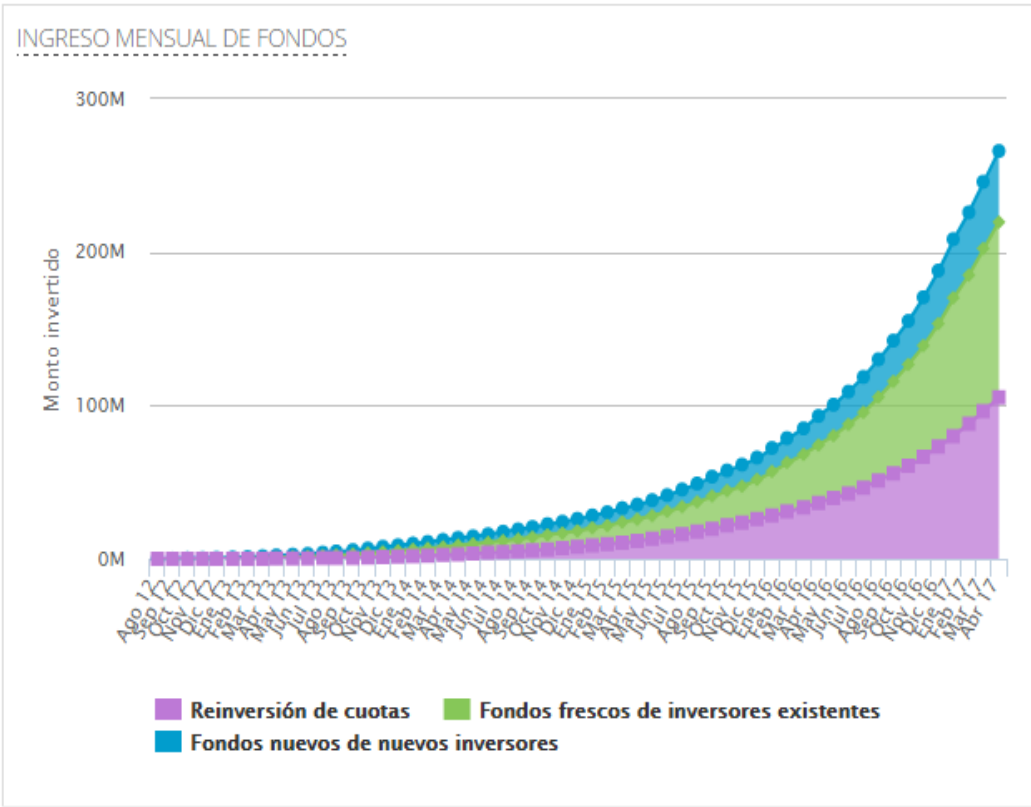


Gráfico 21 - Fuente: Afluenta.

Del gráfico puede inferirse que la mayor proporción de los fondos provienen de fondos nuevos de inversores que ya pertenecen a la plataforma (43%) y de fondos que surgen del cobro de las cuotas (40%), mientras que los fondos de nuevos inversores representan un 17% únicamente.

El negocio de Afluenta está constituido sobre la figura de un fideicomiso de administración, en el cual los inversores son fiduciantes y a la vez beneficiarios del resultado de la actividad mientras que la plataforma cumple los roles de administradora y fiduciario. Así, los préstamos son otorgados por el fideicomiso con recursos aportados por los inversores bajo expresa instrucción de estos. La estructura de costos que deben pagar los participantes de la plataforma para afrontar los costos de administración del fideicomiso:

MESES COMO FIDUCIANTE	DINERO BAJO ADMINISTRACIÓN						
	MENOS DE \$3.000	MÁS DE \$3.000 HASTA \$10.000	MÁS DE \$10.000 HASTA \$20.000	MÁS DE \$20.000 HASTA \$50.000	MÁS DE \$50.000 HASTA \$100.000	MÁS DE \$100.000 HASTA \$200.000	MÁS DE \$200.000
Menos de 3 meses*	\$ 0	\$ 10	\$ 20	\$ 25	\$ 30	\$ 40	\$ 50
De 3 a 6 meses	\$ 0	\$ 20	\$ 25	\$ 35	\$ 50	\$ 65	\$ 90
De 7 a 11 meses	\$ 0	\$ 20	\$ 30	\$ 40	\$ 60	\$ 75	\$ 110
Más de 1 año	\$ 0	\$ 25	\$ 35	\$ 45	\$ 65	\$ 80	\$ 120

Tabla N° 14 - Fuente: Afluenta.

La composición de la cartera de préstamos desembolsados ha ido evolucionando hacia una distribución más homogénea y de mayor riesgo con el paso del tiempo. Afluenta comenzó permitiendo únicamente que personas con perfil crediticio A (score Veraz de entre 862 y 919), o superior, pudieran solicitar préstamos a la comunidad, en un claro intento por inspirarle confianza al inversor ya que dichos perfiles tienen porcentajes de mora (definiendo la mora como un atraso en el pago de la cuota mayor a 90 días) cercanas al cero por ciento. A continuación, el gráfico que muestra la evolución de la composición, en cuanto a nivel crediticio, de la cartera de préstamos personales.

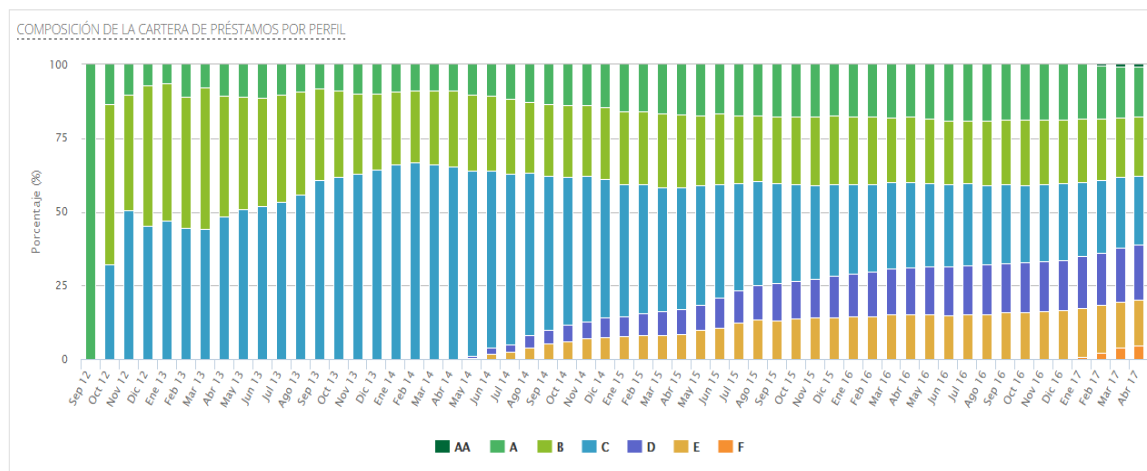


Gráfico N° 22 - Fuente: Afluenta.

El detalle de score crediticio de cada nivel en el cual se segmenta es el siguiente, según la página de Afluenta:

- AA (Sobresaliente): Impecable historial de pago de todas sus obligaciones (Score Veraz 3.0 entre 920 y 999).
- A (Excelente): Excelente historial de pago de todas sus obligaciones (Score Veraz 3.0 entre 862 y 919).
- B (Superior): Muy buen cumplimiento de sus obligaciones financieras (Score Veraz 3.0 entre 789 y 861).
- C (Muy bueno): Buen cumplimiento de sus obligaciones financieras, sin mora en los últimos 24 meses (Score Veraz 3.0 entre 730 y 788).
- D (Bueno): Correcto cumplimiento de sus obligaciones financieras, sin mora severa en los últimos 24 meses. Score Veraz 3.0 para clientes HIT entre 649 y 729 o Score Veraz 3.0 para clientes THIN entre 808 y 999.
- E (Adecuado): Cumplimiento adecuado de sus obligaciones financieras, sin mora severa en los últimos 24 meses. Score Veraz 3.0 para clientes HIT entre 605 y 648 o Score Veraz 3.0 para clientes THIN entre 777 y 807.
- F (Aceptable): Cumplimiento sin sobresaltos de sus obligaciones financieras, sin mora severa en los últimos 24 meses. Score Veraz 3.0 para clientes HIT entre 520 y 604 o Score Veraz 3.0 para clientes THIN entre 740 y 776.

La composición actual por nivel socioeconómico de la cartera de préstamos desembolsados a Abril 2017 es la siguiente: AA 0,8%; A 17,08%; B 20%; C 23,4%; D 18,6%; E 15,5%; F 4,4%.

En cuanto a las tasas de interés cobradas a los solicitantes, expresadas como el Costo Financiero Total Efectivo Anual (CFTEA), siendo este la tasa final que paga el solicitante, es variable de acuerdo al plazo y el perfil crediticio. A menor plazo y peor perfil crediticio la tasa es mayor. A continuación el cuadro de CFTEA por plazo y por perfil crediticio:

Rango de Costo Financiero Total Efectivo Anual (CFTEA) vigente por perfiles de clientes y plazos

PERFIL DE CLIENTES	12 MESES	18 MESES	24 MESES	36 MESES	48 MESES
AA	74,27%	69,41%	68,07%	67,78%	67,30%
A	85,59%	79,50%	77,14%	75,89%	74,97%
B	96,04%	88,93%	87,24%	85,65%	85,56%
C	108,75%	100,90%	98,43%	96,08%	97,06%
D	124,59%	114,11%	112,41%	110,90%	110,64%
E	146,00%	133,70%	130,17%	126,93%	129,49%
F	171,87%	157,97%	153,29%	149,10%	151,91%

Tabla N° 15 - Fuente: Afluenta.

Por el lado de los porcentajes de mora (atraso en el pago de más de 90 días) expresadas en función al perfil crediticio pueden verse en el siguiente gráfico:

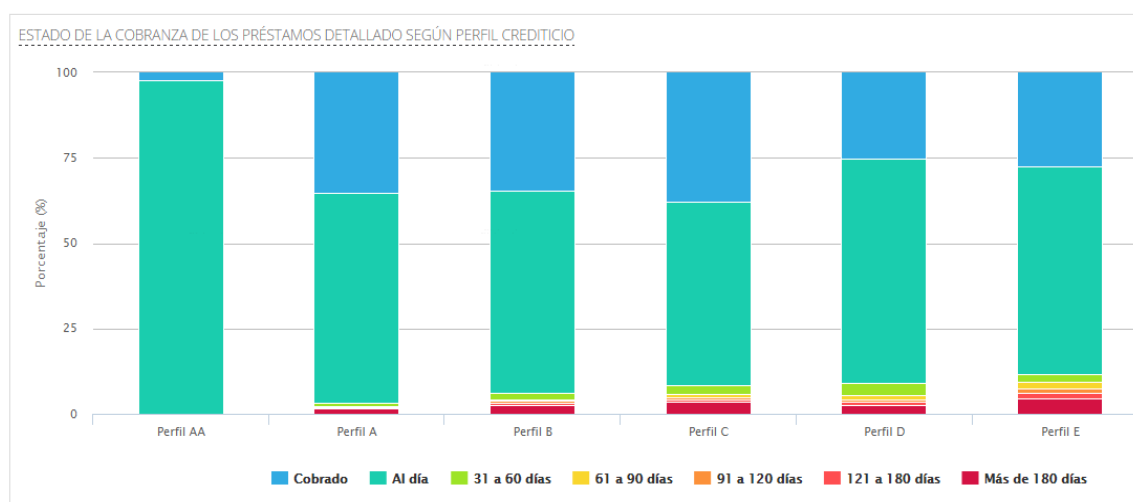


Gráfico N° 23 - Fuente: Afluenta.

Del gráfico se puede observar la siguiente distribución de moras de acuerdo al perfil de crédito: AA 0%; A 1,9%; B 3,7%; C 4,8%; D 4,2%; E 7,4%, valores que ponderando por la composición de la cartera arrojan una mora esperada de 4,12% para el total de la cartera. Esta tasa no compara bien con el valor de default que tenía Afluenta en 2013,

que era 1,3% (mencionado en la sección Riesgo de Crédito del Emprendedor), ya que recién comenzaba su operación y la cartera de préstamos estaba compuesta por solicitantes cuyo perfil crediticio era C o superior. Contra la plataforma que si compara mejor es contra Lending Club, de origen Estadounidense, fundada en el año 2006 que para el año 2013 poseía una tasa de default de 4,3% ya que la composición de su cartera y sus préstamos ya estaban maduros en cuanto a su *duration*.

Desde el punto de vista de los distintos perfiles de inversores la plataforma los divide en tres grandes grupos:

- ➔ Inversores principiantes: son los que recién se registran en la plataforma e invierten hasta \$100.000, pueden prestar hasta un 4% de cada solicitud de préstamo.
- ➔ Inversores experimentados: para inversores que llevan más de un año operando en la plataforma y han participado en más de 500 préstamos o más de \$100.000. Pueden prestar hasta un 20% de cada solicitud de préstamo.
- ➔ Inversores institucionales: inversores que invierten más de \$1.000.000, pueden prestar hasta el 100% de cada solicitud de préstamo.

Los retornos que los inversores pueden obtener son variables de acuerdo al plazo y perfil crediticio del solicitante, de acuerdo al siguiente cuadro:

PERFIL DE CLIENTES	12 MESES	18 MESES	24 MESES	36 MESES	48 MESES
AA	32,33% - 32,78%	33,99% - 34,55%	34,87% - 35,52%	36,46% - 37,22%	36,94% - 37,77%
A	32,69% - 33,30%	35,45% - 35,82%	36,68% - 36,87%	38,68% - 38,75%	39,31% - 39,52%
B	33,47% - 33,59%	36,51% - 36,76%	38,52% - 39,04%	40,74% - 41,62%	41,60% - 43,37%
C	33,44% - 34,06%	37,55% - 37,93%	39,95% - 40,34%	43,27% - 43,73%	44,61% - 46,50%
D	34,42% - 35,44%	39,17% - 40,16%	42,71% - 43,47%	46,76% - 47,48%	49,68% - 49,94%
E	35,92% - 36,68%	41,48% - 41,93%	45,14% - 45,63%	49,27% - 50,05%	51,94% - 53,72%
F	34,90% - 36,05%	42,46% - 42,74%	46,86% - 47,33%	51,88% - 53,20%	55,75% - 57,54%

Tabla N° 16 - Fuente: Afluenta.

Las tasas van de un 32,33% para el caso de menor riesgo crediticio y 12 meses de plazo, a los 57,54% para el caso de un perfil de elevado riesgo de crédito y el máximo plazo posible, 48 meses. Lo que es importante destacar es que en todo momento, desde la creación de la plataforma, los rendimientos que obtuvieron los inversores fueron superiores a aquellos que hubieran obtenido invirtiendo en un plazo fijo, presentando además mucha menor volatilidad que este último. En el siguiente cuadro se puede apreciar la situación mencionada:

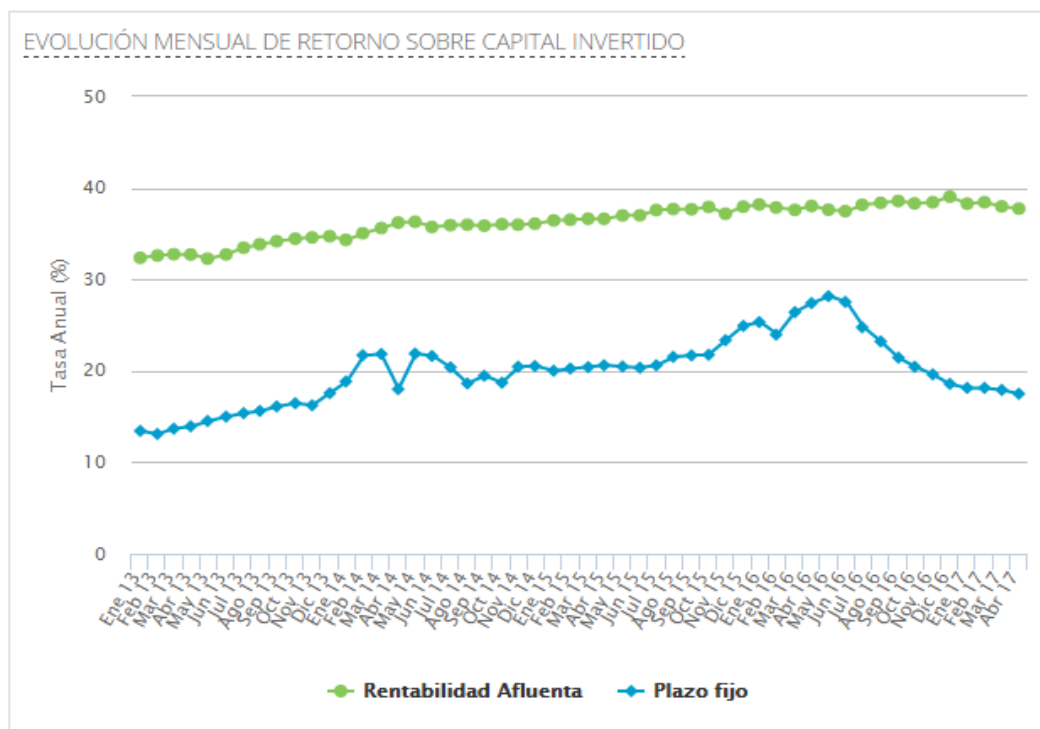


Gráfico N° 24 - Fuente: Afluente.

Algo interesante que ofrece la plataforma Afluente es la posibilidad de poder vender tu portafolio de los préstamos en lo que un inversor haya participado para poder obtener liquidez y de ese modo tener una estrategia de salida anticipada sin tener que esperar que se termine de amortizar el préstamo. Los requisitos que ofrece la plataforma para poder publicar tu portafolio de préstamos en una licitación, son que se encuentren todos los préstamos que lo componen al día sin retrasos de ningún tipo y que todos los préstamos posean cuatro cuotas pagas como mínimo.

Una vez cumplimentados estos requisitos el inversor puede colocar su portafolio en una licitación, la cual se aloja en la misma plataforma y puede ser accedida únicamente por inversores que estén registrados. Se le da al inversor que está vendiendo dos opciones para la liquidación de su portafolio:

- ➔ Intercambio inmediato: es la alternativa para aquel inversor que necesita disponer de liquidez lo antes posible por lo que su portafolio será vendido a el primer inversor que realice una oferta en la licitación, ósea que gana la subasta el que primero oferte.
- ➔ Intercambio tradicional: es la alternativa que se recomienda para el resto de las oportunidades en las que el inversor no está ávido de liquidez inmediatamente. En este método se crea la licitación que dura 5 días, aquel inversor que realice la oferta más alta será el ganador y se quedara con el portafolio.

Afluenta cobra una comisión de 1% en estas operaciones de intercambio de portafolios entre inversores.

Podemos decir que Afluenta está teniendo un gran crecimiento, desde su creación en el año 2012, lo cual es evidencia que el modelo de préstamos colaborativos es del agrado del inversor, y lo que es más importante en este tipo de operatoria 100% *online*, es que el inversor está confiando en la plataforma. En la sección de anexos pueden verse tres infografías con detalles acerca de números generales de la empresa, la evolución de los préstamos otorgados y la descripción sobre cómo es la base de inversores que maneja la plataforma.

Casos exitosos de financiamiento colectivo de empresas argentinas

A continuación, se expondrán dos casos de dos emprendimientos argentinos que buscaron financiamiento colectivo en el exterior a través de plataformas de comunidad en base a recompensas como lo son *Indiegogo* y *Kickstarter*.

Caso BlueSmart

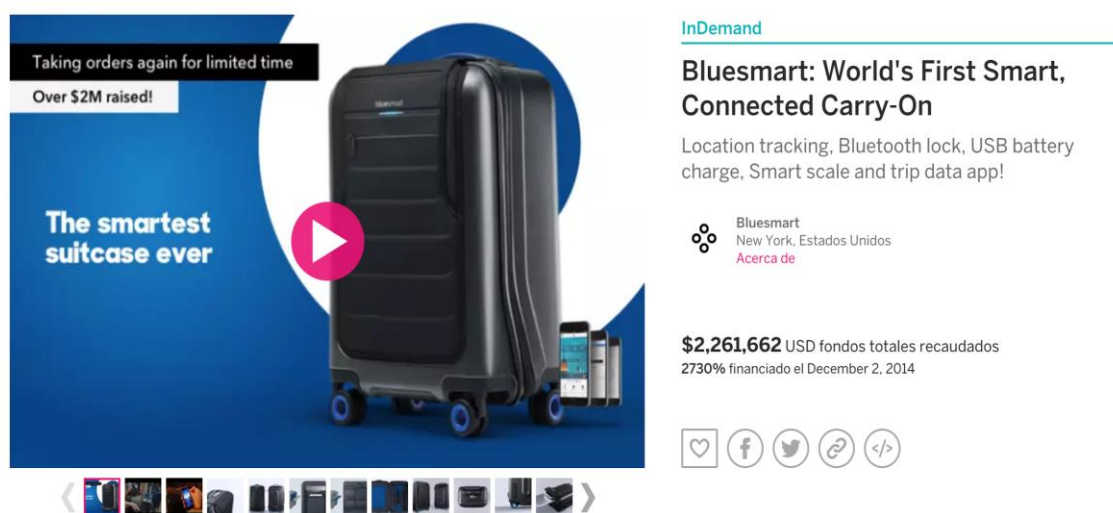
En el año 2014 un grupo de amigos argentinos se encontraron en Nueva York a tomar un café y lo que comenzó siendo una anécdota de uno de ellos respecto a una valija perdida en un viaje de avión, fue tomando forma y se convirtió en el emprendimiento de idea una valija inteligente. Allí mismo en la confitería donde se encontraban comenzaron a esbozar dibujos sobre cómo imaginaban que debía ser su valija, que atributos la iban a diferenciar de la competencia. Con tan solo unos bocetos que les confeccionó un diseñador industrial, uno de los socios partió a China para averiguar cómo podían materializar su idea y ver qué barreras técnicas se podían presentar y cómo sortearlas.

Ese viaje a China fue un punto de inflexión para la empresa, en el que llegaron a la conclusión de que para llevar su producto al mercado iban a necesitar dos fábricas, una para la parte de los electrónicos que serían el cerebro de su valija inteligente y otra para ensamblar el producto. El principal desafío no era la producción en sí, sino lograr que ambas fábricas trabajen en sincronía algo que no es habitual para este tipo de fábricas.

Las características de la valija no son ordinarias. Los emprendedores crearon una maleta del tipo *carry on* que puede ser controlada desde cualquier *smartphone*, tiene una batería incorporada para cargar el celular, conexión *Bluetooth*, permite el bloqueo del candado de la valija de forma remota y cuenta con la posibilidad de seguir la locación de la maleta desde cualquier parte.

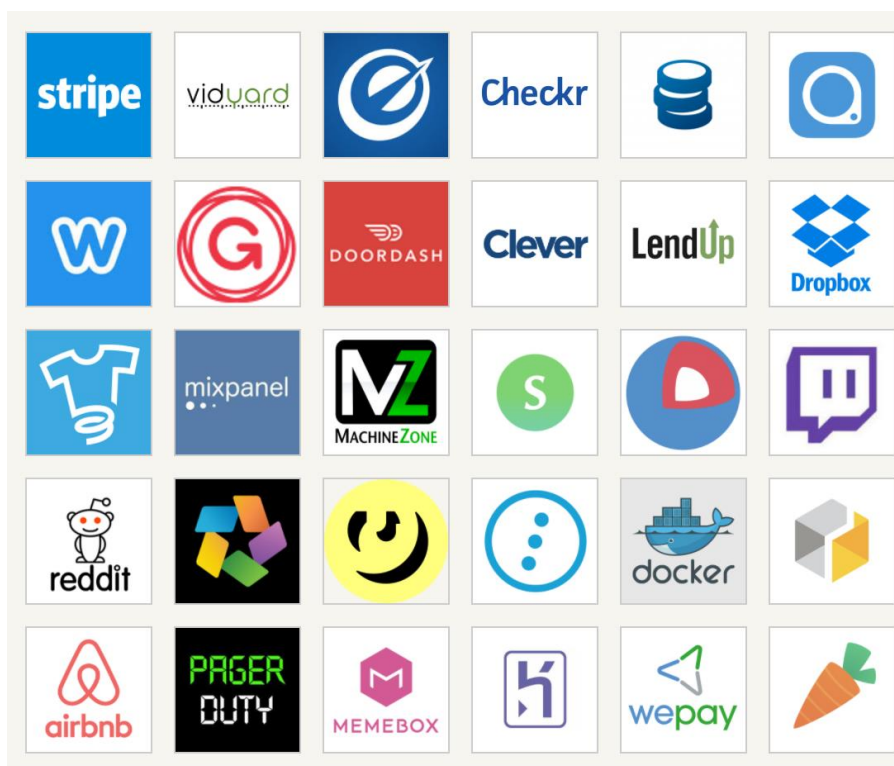
Llegaron a la conclusión de que si querían llevar a la realidad el producto debían mudarse a China para poder hacer el seguimiento de cerca de la producción y poder

estar cerca para solucionar cualquier inconveniente operativo que pueda surgir. Luego estaba el tema de conseguir los fondos para poder llevar al mercado su producto. Comenzaron como lo suelen hacer todas las *startups* con fondos de ahorros propios y de amigos juntaron 150 mil USD para poder crear los primeros prototipos de su innovadora valija. Tras esa primera ronda de fondeo decidieron lanzar una campaña de financiamiento colectivo a través de *Indiegogo* para poder afrontar la primera tanda de producción ofreciendo como recompensa el primer modelo de su producto a un precio menor al que luego tendría en el mercado. Su meta inicial fueron 50 mil USD y la misma tuvo tanto éxito que superó los 2 millones de USD gracias a más de 10 mil personas que decidieron invertir en el producto. A continuación una captura de pantalla de la campaña que lanzaron, ahora dicho sitio funciona como un canal de ventas para el producto únicamente.



Cuadro N° 6 - Fuente: campaña en Indiegogo.

Y Combinator es una aceleradora que todos los años invierte 120 mil USD en una serie de *startups* para ayudarlas a crecer. Las que son seleccionadas se mudan a *Silicon Valley* por tres meses y participan en cursos y capacitaciones en las que se busca como objetivo último dejar a la empresa en la mejor forma posible y mejorar la visión que tienen los inversores sobre la misma. El periodo de tres meses culmina con algo que la aceleradora llama *Demo Day* en la cual la empresa presenta su propuesta a un grupo selecto de inversores invitados. Desde 2005 la aceleradora ha fondeado a 1464 *startups* y las mismas poseen una valoración combinada de 80.000 millones de USD. Algunas de las *startups* que fueron fondeadas por *Y Combinator* son:



Cuadro N° 7 - Fuente: Y Combinator.

Como puede verse hay *startups* que terminaron alcanzando éxito a nivel mundial como es el caso de *Airbnb*, *Twitch*, *Dropbox* y *Reddit*.

Se trae esto a colación ya que *BlueSmart* fue seleccionada en el año 2015 por *Y Combinator* la aceleradora más importante de *Silicon Valley* para formar parte de su plan de incentivo. Para poder ingresar al plan de la incubadora decidieron dividir su equipo en dos, uno quedó en Hong Kong y el otro se reubicó en California en Estados Unidos.

Como resultado de la ayuda de la aceleradora, la empresa logró fabricar y vender 15 mil valijas inteligentes y logró facturar en 2015 5 millones de USD. Además logró obtener financiamiento por 11 millones de USD por parte de diferentes inversores de *Silicon Valley*. Hoy sus productos se pueden conseguir en diferentes lugares como el MoMa en Nueva York, Brookstone y Strandbags, todos locales de primer nivel, a un precio de 400 dólares por unidad.

Sin embargo, los emprendedores no se conforman únicamente con las maletas. Quieren convertir a *BlueSmart* en una empresa que genere innovación dentro de toda la experiencia del viaje. Los nuevos productos de la empresa se mantienen secretos, aunque durante la CES 2016 anunciaron la creación de una nueva valija inteligente para despachar.

El desarrollo del software detrás de estos productos será realizado desde la Argentina. La empresa decidió abrir una oficina en el país tras una inversión de \$ 100 millones. La sede local de la empresa contará con 300 empleados que se volverán uno de los pilares de los nuevos productos de la compañía que busca innovar en una industria que, hasta el momento, se había mostrado reacia al cambio. De esta forma la empresa generará puestos de trabajo directos para el país, contribuyendo al crecimiento de la economía.

Caso Hickies

En el año 2011 una pareja de argentinos decidió apostar por una idea que a priori era revolucionaria y arriesgada. La idea surgió por el simple hecho de tener falta de ganas de atarse los cordones, de ahí nace el concepto de idear un sistema que reemplaza a los cordones tradicionales. El mismo se trata de un material que se estira y se adapta al pie y al movimiento, lo que hace que el calzado quede ajustado en un modo tal que se puede calzar y descalzar sin tener que pasar por el trámite de atar y desatar cordones, elimina los molestos lazos y erradica el peligro de pisar un cordón desatado.

El creador de la idea, Gastón Frydlevski, vio el problema que había con los cordones tradicionales, la constante lucha que tienen los padres para atárselos a sus hijos, la dificultad de las personas mayores para agacharse a atarse y pudo notar también que ninguna marca de zapatillas muestra el moño del cordón en las publicidades de sus nuevos modelos ya que este último no es estético.

Después de finalizar sus estudios como Administrador de Empresas, Gastón comenzó a buscar fondos para hacer realidad su emprendimiento, pero tuvo muchas dificultades para convencer a potenciales inversionistas. Estos últimos aludían que no contaba con la experiencia necesaria para estar al frente de una empresa, por lo que decidió probar suerte en el trabajo de banca privada hasta poder encontrar la forma de juntar los fondos suficientes.

Fue en ese momento cuando ambos tuvieron la idea de lanzar una campaña de financiamiento colectivo a través de la plataforma *Kickstarter*, la plataforma número uno a nivel mundial de *crowdfunding* en base a donaciones y recompensas. A continuación una imagen de la página de la campaña lanzada, la cual ya finalizó y ahora actúa como un canal de ventas.



HICKIES 2.0 - The Evolution of Shoelaces

📍 Brooklyn, NY 🛠️ Diseño de productos

580.605 \$

de la meta de 25.000 \$

13.538

patrocinadores

Cuadro N° 8 - Fuente: campaña lanzada en Kickstarter.

Su objetivo inicial fueron 25 mil USD pero lograron 13.500 patrocinadores los cuales aportaron 580 mil USD que sirvieron para lanzar el producto al mercado por primera vez bajo la forma de preventas. Gracias a su tecnología dinámica de sujeción de para zapatillas que logra prescindir del nudo y el moño, la empresa ha logrado vender desde su creación en 2011 más de 1,5 millones de paquetes a un precio de 14,99 dólares cada uno. Esto arroja una facturación acumulada de 22,5 millones de USD, vendiendo su producto en 30 países.

Impacto del financiamiento colectivo en la economía real

Estimación del tamaño del mercado para el financiamiento colectivo en países en desarrollo

Si bien la industria del financiamiento colectivo tuvo un crecimiento exponencial en los últimos años eso no quita el hecho de que la misma se encuentre todavía en sus inicios y más aún en los países en vías de desarrollo. Lo cual convierte a cualquier estudio para estimar el tamaño del potencial mercado en dichos países en algo meramente

especulativo pero que hecho con algunas consideraciones en mente puede servir para tener cifras de referencia.

El Banco Mundial, realizó dicho estudio en el año 2015, partiendo de las siguientes premisas para los Estados Unidos, para luego inferir sus cifras finales para los países en desarrollo:

- El número de familias capaces de realizar una inversión en financiamiento colectivo.
- La cantidad de dólares estadounidenses equivalentes (usando la paridad de poder de compra o PPC³) disponible para invertir en *crowdfunding*.
- La cantidad de dinero que los inversores estarían dispuestos a reubicar hacia el *crowdfunding* de sus carteras activas de acciones y ahorros.

En base a hipótesis razonables se parte del nivel de ingresos que una familia tipo necesita para que más del 80% de los hogares tenga en su portafolio valores tales como acciones, bonos o participaciones en fondos comunes de inversión. Este nivel de ingresos actúa como un punto de inflexión por encima del cual se puede considerar que los hogares que lo superen tienen un mínimo entendimiento de los principios que componen una inversión financiera, riesgos involucrados y cómo construir un portafolio eficientemente. El hecho de que la población tenga al menos un conocimiento básico sobre el tema tiene una correlación crítica con las posibilidades que tiene dicho grupo de participar en una campaña de financiamiento colectivo. En los Estados Unidos de acuerdo a información recolectada por el gobierno, en el censo del año 2012, el nivel de ingresos en el cual el 80% de los hogares tiene acceso a activos financieros es de 75 mil USD anual.

Siguiendo con la información del censo del año 2012, el grupo familiar promedio en los Estados Unidos es de 2,6 personas, el cual por simplicidad se asume que se compone de dos adultos y 0,6 menores o simplemente dependiente de los adultos. De este modo se puede hacer la división rápida y decir que el ingreso promedio por adulto es de 37,5 mil USD. Pero para ser más conservadores se le puede asignar una porción del ingreso al dependiente de la familia (un 60% del ingreso de un adulto), lo que arroja que los dos adultos tienen un PBI per cápita de 28.846 USD. Lógicamente este valor no puede ser aplicado en forma directa a los mercados emergentes. Se requiere una serie de correcciones sobre el mismo para que sean comparables. La primera de estas correcciones es ajustar este PBI per cápita de los Estados Unidos por la PPC, lo que

³ Las Paridades de Poder de Compra (PPC) son tipos de conversión de monedas y deflatores espaciales de precios. Convierten diferentes monedas a una moneda común y, en el proceso de conversión, igualan su poder de compra al eliminar las diferencias en los niveles de precio entre países.

arroja como resultado que el ingreso mínimo per cápita ajustado debe estar entre los 10.000 USD y los 14.423 USD. La cota inferior representa el valor mínimo de ingreso en el que en la mayoría de los países emergentes se considera que el individuo pertenece a la clase media, mientras que la cota superior representa la mitad del ingreso promedio de un adulto en los Estados Unidos.

Un método sencillo de arribar al valor del PBI per cápita ajustado por la PPC para cada país es simplemente dividir el PBI del país ajustado por la PPC por su población total. Sin embargo, este método no considera la distribución asimétrica que existe entre cómo contribuyen al PBI los sectores de mayor poder económico en los países desarrollados en comparación a como lo hacen en los países en desarrollo. En los países en desarrollo el sector de mayor poder económico contribuye más al PBI que en los países desarrollados, la situación inversa ocurre con la contribución de los sectores más pobres. Para realizar esta corrección se utiliza la base de datos compilada por el Banco Mundial la cual está compuesta por patrones de consumo de los hogares a lo largo de todo el espectro socioeconómico.

En segundo lugar, se debe corregir el PBI per cápita ajustado por la PPC para reflejar cuanto del mismo es captado por los hogares, lo que se denomina porción de la fuerza de trabajo. Esta corrección no es tarea sencilla, ya que muchos de los países no poseen estadísticas confiables sobre este tópico, y algunos incluso no llevan registro alguno. En promedio, estudios académicos demuestran que la porción del PBI per cápita que es captado por la fuerza de trabajo es de entre 60% y 70%. Se tomaron estos valores como referencia, asumiendo también que los niveles socioeconómicos más bajos poseen un ratio menor al mencionado mientras que los niveles de mayores ingresos poseen un ratio más elevado.

La cantidad de hogares que podrían participar, desde el aspecto económico, en inversiones de financiamiento colectivo se obtiene de multiplicar el PBI per cápita ajustado por la PPC, la asimetría de contribución al PBI y la porción del PBI que es captada por la fuerza de trabajo del país, por la cantidad de individuos dentro de los hogares que cumplen el requisito de superar el nivel de ingreso mínimo, ajustado por PPC, planteado para los Estados Unidos de 37.500 mil USD (compuesto de dos ingresos de 14.423 USD para los adultos y 8.653 USD para el dependiente). Se realiza el conteo de los hogares que logran superar esta barrera y se arriba a la cifra de entre 240 y 344 millones de hogares que desde la perspectiva de los ingresos de sus integrantes podrán participar en una campaña de *crowdfunding*.

Estos valores se ajustan para tener en cuenta cuantos fondos hay efectivamente disponibles para invertir en el presente en los mercados emergentes, tomando de forma conservadora las suposiciones de que nadie invertiría a menos que:

- Posean ingresos suficientemente altos (los mencionados previamente, entre 10.000 USD y 14.423 USD)
 - Posean ahorros iguales a por lo menos tres salarios mínimos
- y/o (dependiendo del país)
- El valor de sus tenencias en activos financieros sea por lo menos equivalente a tres salarios mínimos

Se asume que el total de los ahorros pertenecientes a los hogares en cada país es un 50% del M2⁴, una amplia medida del dinero en circulación para un país dado. Esta suposición surge del hecho que son pocos los países que publican la información respecto a la cantidad de depósitos correspondientes a los hogares respecto a la cantidad total de depósitos del país. Dos países que pueden considerarse como representativos de un gran grupo de países emergentes presentaron los siguientes valores: China 44% en el año 2012 e India 58% en el año 2013. Por lo que al asumir un 50% se está quedando en medio de estos dos valores.

La última segmentación que se realiza es la de separar a los distintos países de acuerdo a la penetración de redes sociales. Dado que *Facebook* es la red social predominante en prácticamente todos los países bajo análisis, se utiliza el porcentaje de la población que posee cuentas de *Facebook*. En la Argentina, como se mencionó previamente, existen 24 millones de usuarios activos por mes. El hecho de usar la penetración de *Facebook* como segmentador en vez de utilizar el uso de internet, está dado por el hecho de que muchos usuarios acceden a las redes sociales a través de teléfonos celulares. Por ejemplo en la Argentina de los 24 millones de usuarios activos de *Facebook* por mes, el 75% (es decir 18 millones de usuarios) acceden a través de un teléfono inteligente. Se asume entonces que los países con mayor penetración de redes sociales son más propensos a participar en campañas de financiamiento colectivo. Se clasifican a los países en tres grandes bandas, siendo la más alta compuesta por países que tienen más del 50% utilizando redes sociales; la banda media con un ratio de entre 25-49% y la banda inferior con un ratio de entre 0-24%.

Teniendo en cuenta estas suposiciones y asumiendo que existen regulaciones que soporten el desarrollo del *crowdfunding* en cada región bajo análisis, el potencial total en los países en desarrollo sería de entre 90.000 y 96.000 millones de USD por año para el año 2025. A continuación, un cuadro donde se ve el potencial de financiamiento colectivo por región:

⁴ M2: Incluye la cantidad de billetes y monedas que se encuentran actualmente en circulación en la economía, sumando también la cantidad que hay en cuentas corrientes y cajas de ahorro, así como los depósitos a plazo fijo cuyo plazo es menor a un año.

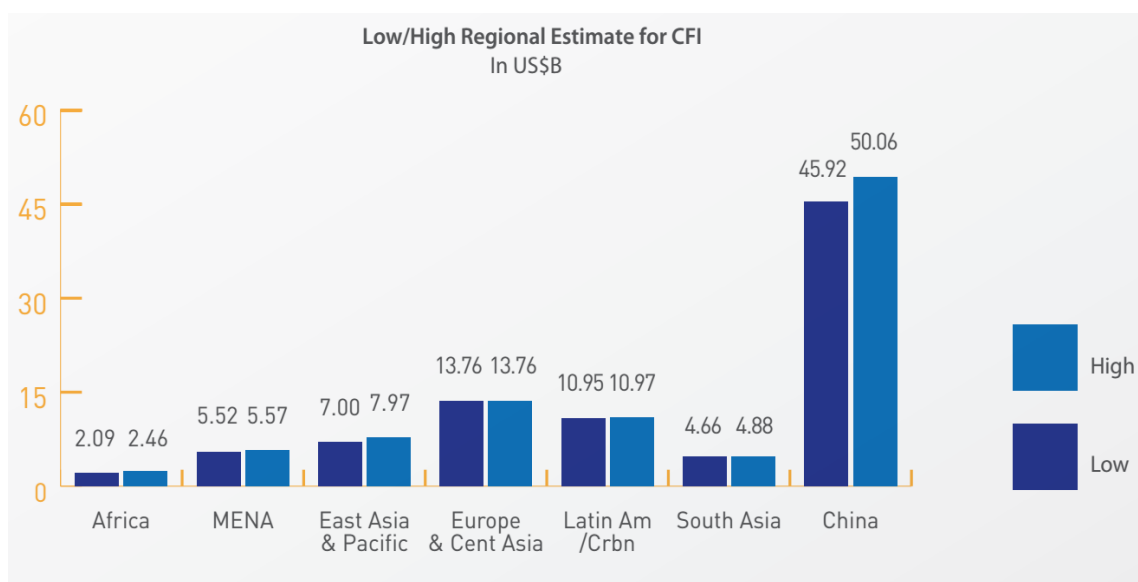


Gráfico N° 25 - Fuente: Banco Mundial, Informe sobre crowdfunding en mercados emergentes.

El mayor potencial está en China, que representa entre 46.000 y 50.000 millones de USD, seguido luego por Europa y Asia Central, Asia del Este y Latinoamérica y el Caribe. Basándose únicamente en datos económicos, China pareciera tener un potencial significativo para el financiamiento colectivo. Sin embargo, en China existen problemas relacionados a la propiedad intelectual que pueden limitar el alcance real, haciendo el mercado real sea menor al proyectado.

Como punto de comparación los fondos de *venture capital*, según reporte de Ernst & Young de 2016, totalizaron inversiones por un total de 148.000 millones de USD en el año 2015. Lo que representa un incremento del 54% respecto al año anterior. El siguiente gráfico muestra la situación:

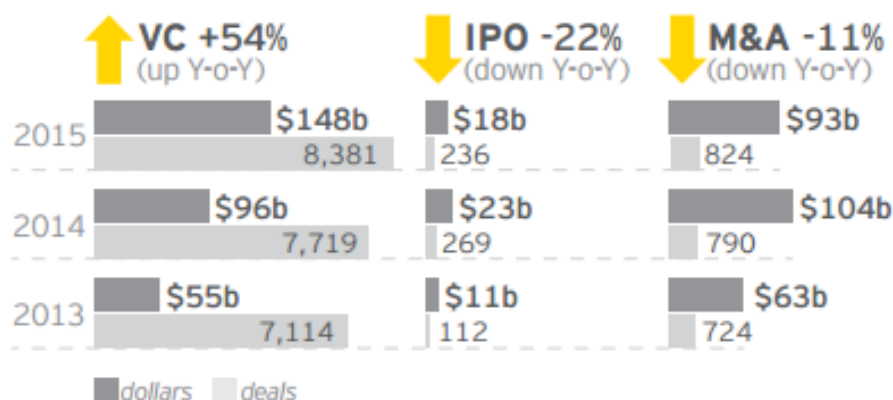


Gráfico N° 26 - Fuente: Ernst & Young, reporte sobre venture capital, 2016.

La cifra de 148.000 millones de fue alcanzada con 8.381 transacciones, lo que representa un incremento del 8,57% en cuanto a número de transacciones respecto al

año 2014. Si bien el monto total año tras año continúa subiendo, las transacciones de salida del negocio tanto las de *IPO* como las de venta o fusiones, muestran una caída en términos de montos respecto al año 2014 del 22% y 11% respectivamente. Si hablamos de montos por países, el líder en 2015 fue Estados Unidos con 72.300 millones de USD, lo que representa un 48% del monto a nivel mundial, seguido de cerca por China con 49.200 millones de USD. A continuación, el detalle de los principales países:



Cuadro N° 9 - Fuente: Ernst & Young, reporte sobre venture capital, 2016.

Habiendo establecido este marco comparativo, la estimación de 93.000 millones de USD para los países emergentes representa un 62% del monto alocado por los fondos de *venture capital* en el año 2015.

Estimación mercado potencial de financiamiento colectivo en Argentina

Realizar esta estimación no es tarea sencilla, en primer lugar, en los últimos años las estadísticas sobre el mercado de trabajo en la Argentina fueron de dudosa credibilidad. Un método rápido, aunque poco preciso sería tomar el PBI Argentino per cápita ajustado por la PPC, luego ajustarlo por la distribución asimétrica que existe entre como aportan al PBI los sectores de mayor poder adquisitivo en relación al aporte que hacen los de menor poder adquisitivo. En la Argentina esta brecha es muy marcada, ya que, según cifras oficiales del Ministerio de Trabajo, del ingreso total de los hogares el 30% más rico se queda con el 57,7% del total y el 30% más pobre el 10,6%. En tanto, el 10% más rico recibe el 31,5% del total, y el 10% más pobre apenas el 1,2%. A su vez, el 10% de los hogares más ricos gana 26 veces más que el 10% de menores recursos. Semejante desigualdad en cuanto a distribución ingresos resultaría en una estimación poco confiable.

A modo informativo los valores del PBI per cápita de Argentina al año 2015, eran de 10.501 USD de acuerdo al siguiente gráfico:



Gráfico N° 27

Mientras que el PBI per cápita ajustado por PPC para la Argentina arroja un valor de 19.101 USD también para diciembre 2015, de acuerdo al siguiente gráfico:



Gráfico N° 28

Para continuar con el método de estimación, habría que obtener en base a este PBI per cápita ajustado por PPC de 19.101 USD (sin considerar el ajuste por asimetría en la distribución de ingresos) por la porción del PBI que es captado por la fuerza de trabajo. Lamentablemente el gobierno argentino no publica esta información por lo que sería una asunción grande el tomar algún valor específico. Este valor luego se compararía con el ingreso en dólares mínimo que definió Estados Unidos para el cual el 80% de los hogares realizan inversiones en activos financieros.

Otro método de estimación sería estimar los ingresos de la población en base a la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) que realiza el INDEC periódicamente. Luego se compara este nivel de ingresos con el ingreso mínimo definido por Estados Unidos, y ajustado por paridad de poder de compra, y se analiza el número de individuos para el nivel de corte. Se decidió no optar por este enfoque ya que según un estudio realizado por el Instituto para el Desarrollo Social Argentino (IDESA) en mayo del corriente año, se arribó a la conclusión de que en promedio 1 de cada 4 registros (es decir un 25%) de la EPH no cuenta con el dato del ingreso y es muy marcada la dispersión entre ciudades.

Esto condiciona la confiabilidad de la información y los indicadores que de ella se extraen limitando la comparación entre localidades. No hay razones para sospechar que el origen de estas distorsiones sea la manipulación intencional de las estadísticas, como ocurría con el gobierno anterior, sino que se trata de que las direcciones de estadística de las distintas provincias están aplicando sistemas heterogéneos de recolección de datos, lo que introduce sesgos en las muestras que impactan negativamente en la calidad de los mismos. A continuación, un gráfico que muestra el porcentaje de registros encuestados por ciudad, que no declararon el dato de ingresos:

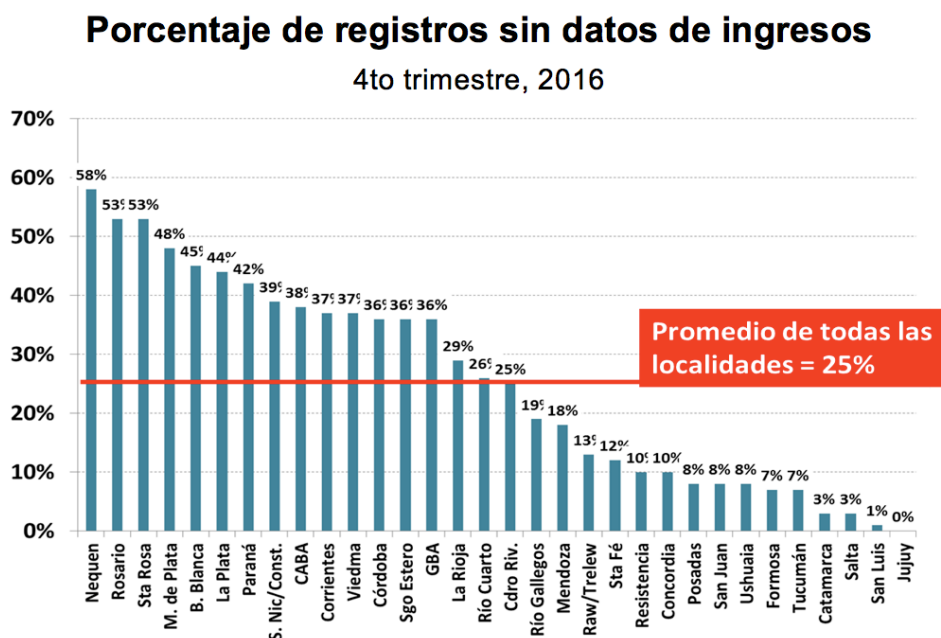


Gráfico N° 29 - Fuente: IDESA elaborado en base a EPH del 4to trimestre de 2016 del INDEC.

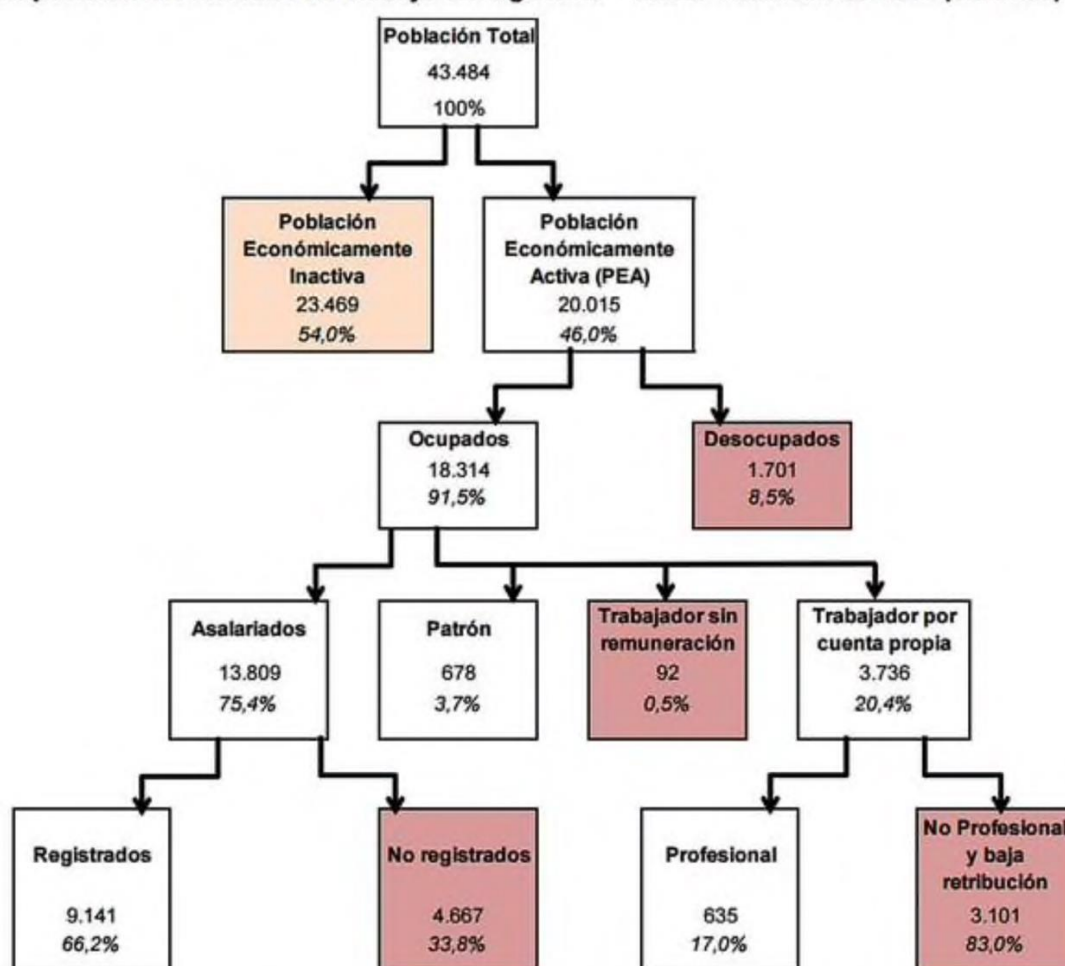
Habiendo descartado los dos métodos que se mencionaron previamente para hacer una estimación confiable de los ingresos de la población argentina se optó por recurrir a una base de datos de las cuentas sueldo del Banco Macro⁵ que concentra el 12% (respecto a la totalidad de cuentas sueldo en bancos privados) y posee presencia en todo el territorio argentino, por lo que dicha distribución es estadísticamente representativa.

Como primera medida analizaremos como se compone el mercado de trabajo en Argentina, con cifras del tercer trimestre de 2016 en base a un estudio hecho por el Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL) perteneciente a la Fundación Mediterránea con información de la EPH del INDEC y el Ministerio de trabajo. Notar que para los fines de este análisis la EPH sí nos sirve, ya que no estamos buscando inferir ingresos, sino que estamos viendo que proporción de la población cae en cada segmento posible de trabajo: Ocupado, desocupado, Asalariado,

⁵ Ver en sección anexos la distribución de cuentas sueldo en la totalidad del sistema financiero, en los bancos privados, y en los primeros tres bancos privados: Santander Río, Galicia y Macro.

trabajo independiente, registrado y no registrado por mencionar alguno de ellos. Se realizó el desglose del mercado de trabajo argentino partiendo del total de la población, haciendo una primera división por Población Económicamente Activa (PEA) y Población Económicamente Inactiva, esta última es la que excluye a los menores de edad que no se encuentran en edad laboral y a los mayores que ya están jubilados. Si bien los jubilados podrían llegar a participar de algún proyecto de financiamiento colectivo desde el punto de vista de los ingresos, la gran mayoría de ellos no utiliza las redes sociales ni la internet y por ende les está faltando un componente clave para poder ser un posible inversor, por lo que tomaremos la postura conservadora y no los incluiremos en la base en análisis. A continuación, un gráfico en la forma de cuadro sinóptico donde se muestra lo descrito previamente:

Composición del mercado de Trabajo en Argentina – Tercer Trimestre de 2016 (en miles)



Fuente: IERAL, en base de EPH-INDEC y Ministerio de Trabajo.

Cuadro N° 10

La situación del mercado laboral argentino es delicada, desde que luego del 2011 la actividad económica se estancó, y dejó de mostrar crecimientos importantes y comenzó un franco camino descendente. Únicamente el empleo público mantuvo las estadísticas de nivel de empleos en niveles aceptables, pero esto no evito que el mercado de trabajo

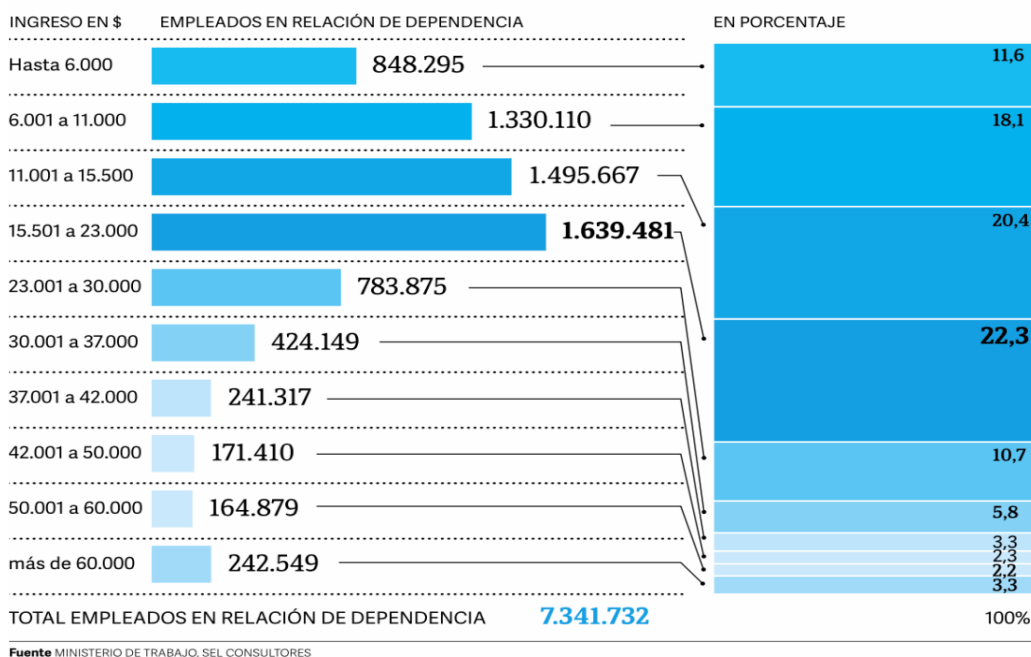
continuase evidenciando debilidad. El principal problema del mercado de trabajo argentino es que prolifera el trabajo precario e informal, existen dificultades para la inserción laboral de los jóvenes, que no cuentan con la formación necesaria que demandan las empresas, y grandes porciones de la población desisten de la búsqueda de un empleo remunerado ante la falta de posibilidades.

Según el estudio del IERAL cuatro de cada diez ocupados desarrolla su actividad laboral en condiciones informales y con altas dosis de precarización. Ya que si bien los trabajadores informales o "en negro" representan al 33,8% de los asalariados, el IERAL especifica que siguiendo la clasificación definida por la Organización Internacional del Trabajo (OIT), el 43% de los ocupados se desempeña en empleos precarios, inestables y de baja retribución, incluyendo en este conjunto a unas 7,9 millones de personas, al sumar los asalariados informales, trabajadores por cuenta propia no profesionales, empleadores en microempresas con baja retribución y trabajadores sin salarios. Si a esta cifra se le añade la porción de la población que está desocupada (1,7 millones), que actualmente está buscando empleo, esto arroja que el 47,9% de la población económicamente activa enfrenta serios inconvenientes de empleo. Esto nos da un total de 9,6 millones de personas, sobre un total de población de 43,5 millones de habitantes del territorio nacional.

Para el análisis de los candidatos a participar en una campaña de financiamiento colectivo en la argentina, nos centraremos en los 9 millones de asalariados y en los trabajadores independientes que son profesionales, ya que considero que este grupo es que el que más chances de participar tiene, tanto por lo económico como por estar al día con el fisco. Un estudio realizado por SEL Consultores, logró segmentar los ingresos de la porción de la población que se encuentra trabajando en relación de dependencia (asalariados) en base a información del Ministerio de Trabajo. A continuación, los resultados con información de fines de 2016:

Salarios y empleos en la Argentina

¿CUÁNTO GANAN LOS ASALARIADOS?



Cuadro N° 11

En promedio, el sueldo bruto de los más de 6 millones de trabajadores privados formales es de \$19.500, pero de las escalas salariales surge que la mitad de esos empleados percibe menos de \$15.500, de acuerdo a la información del Ministerio de trabajo. Si se suman los empleados públicos nacionales de las Cajas provisionales transferidas, los números se mantienen parecidos. Otro indicador oficial, el RIPTE (Remuneración Imponible de Trabajadores Estables) a fin de 2016 era de \$ 20.690. La pirámide salarial formal muestra que 3,6 millones, la mitad de los asalariados, ganan menos de \$15.500, mientras el 30% cobra menos de \$11.000 y apenas el 3,3% percibe sueldos por encima de los \$60.000.

Para enriquecer esta segmentación se utiliza la siguiente tabla elaborada por el IERAL donde se relaciona cada segmento del mercado de trabajo argentino con su situación de pobreza, lo que nos permite quitar de nuestro análisis los que estén debajo de la línea de pobreza ya que estos sin duda alguna nunca participaron en una campaña de financiamiento colectivo:

Mercado de Trabajo y Condición Social en Argentina – Tercer Trimestre de 2016

Edad	Condición de Actividad					Situación de Pobreza	
	Empleo Formal	Empleo Informal	Desocupado	Inactivo	Total		
<u>Mujeres:</u> Mayores de 60 años <u>Varones:</u> Mayores de 65 años	469,312	567,620	37,770	4,877,235	5,951,936	No Pobre	
	7.9%	9.5%	0.6%	81.9%	100%	91.3%	
	5,877	57,877	16,505	487,933	568,192	Pobre	
	1.0%	10.2%	2.9%	85.9%	100%	8.7%	
	475,188	625,497	54,275	5,365,168	6,520,128	Total	
	7.3%	9.6%	0.8%	82.3%	100%		
<u>Mujeres:</u> 55 a 59 años <u>Varones:</u> 55 a 64 años	1,196,067	657,211	40,548	548,470	2,442,296	No Pobre	
	49.0%	26.9%	1.7%	22.5%	100%	79.7%	
	86,641	200,147	51,359	284,447	622,594	Pobre	
	13.9%	32.1%	8.2%	45.7%	100%	20.3%	
	1,282,708	857,358	91,907	832,917	3,064,890	Total	
	41.9%	28.0%	3.0%	27.2%	100%		
25 a 54 años	6,825,816	2,866,922	451,887	1,574,470	11,719,094	No Pobre	
	58.2%	24.5%	3.9%	13.4%	100%	69.7%	
	1,022,796	1,996,053	562,958	1,504,537	5,086,343	Pobre	
	20.1%	39.2%	11.1%	29.6%	100%	30.3%	
	7,848,612	4,862,974	1,014,845	3,079,006	16,805,438	Total	
	46.7%	28.9%	6.0%	18.3%	100%		
14 a 24 años	706,994	772,147	359,335	369,722	2,352,117	No Pobre	
	15.5%	16.9%	7.9%	8.1%	51.6%	56.2%	
	82,010	584,717	340,756	613,966	1,935,304	Pobre	
	2.3%	16.4%	9.6%	17.3%	54.4%	43.8%	
	789,003	1,356,864	700,091	983,688	4,287,420	Total	
	9.7%	16.7%	8.6%	12.1%	52.8%		
Edad	Empleo Formal	Empleo Informal	Desocupado	Ni Ni	Inactivo que Estudia	Total	Situación de Pobreza
	Condición de Actividad						

Tabla N° 17 - Fuente: IERAL en base a estadísticas del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social de la Nación.

Continuando con el análisis, como se dijo previamente nos centraremos en los que poseen un trabajo formal y que se encuentren por encima de la línea de pobreza. De ese universo de individuos se aplicará un filtro económico (a ver si supera o no un ingreso mínimo planteado) y se ponderará de acuerdo al uso de redes sociales el cual se infiere proporcional a la edad (a mayor edad menor uso). De este modo tomando la cantidad de habitantes de argentina que cumplen estos requisitos nos queda un total de 9.198.189 millones. Realizando el primer filtro, por uso de redes sociales, se asignan los siguientes ponderadores de acuerdo al rango de edad:

Rango de edad (años)	Ponderador por uso de redes sociales (Facebook)
Mujeres mayores de 60 / Hombres mayores a 65	0,4
Mujeres entre 55 y 59 / Hombres entre 55 y 64	0,75
Entre 25 y 54	0,90
Entre 14 y 24	1

Tabla N° 18

Luego de aplicar los ponderadores por uso de redes sociales (Facebook) el total de habitantes con posibilidades de participar en un proyecto de financiamiento colectivo es de 7.935.026 millones. Esta cifra hay que filtrarla por aquellos individuos que están en condiciones de superar el corte estimado por los Estados Unidos, de 28.846 USD, en el cual el 80% de la población invierte en activos financieros, que ajustada por la PPC arroja una cifra de 15.859 USD anuales, lo que a fines de 2016 en pesos representaban 251.356,09 ARS a un tipo de cambio de 15,85 ARS/USD (BCRA 3500) al día 30/12/2016. Esto nos indica que para tener chances de poseer algún activo financiero un argentino debería ganar 19.335,07 ARS por mes considerando el sueldo anual compensatorio (“aguinaldo”) que existe en Argentina.

Cabe aclarar que, al tomar una cifra de corte obtenida de los Estados Unidos, en la cual su mercado financiero esta considerablemente más desarrollado que el nuestro, y al ser un país en el cual la cultura de la inversión está bien inculcada en su población, que desde temprana edad comienza a invertir en fondos de pensiones o fondos para la universidad, se debe hacer una corrección adicional para reflejar lo poco desarrollado del mercado financiero argentino y la poca cultura de inversión que existe en nuestro país. En la Argentina lo que la gente de clase media conoce como inversión es principalmente comprar dólares y dejarlos debajo del colchón para estar cubiertos ante una posible devaluación o siendo muy sofisticados poner la plata en un plazo fijo en pesos. Recién a mediados de 2016 con la fuerte suba de tasas de Lebac de 35 días a niveles del 38% que definió el BCRA, para contener la creciente inflación, el argentino promedio conoció dicho instrumento y comenzó a animarse a invertir en el generalmente por recomendación de algún familiar o amigo que le aseguraba que no iba a volver a repetirse una oportunidad así, en la que se dieran los dos factores: altos retornos y riesgo casi inexistente.

Habiendo dicho esto la cantidad de gente que superó el corte de 19.335,07 ARS y el monto que tendrán dichos individuos disponibles para invertir (tomando como muestra representativa la base de cuentas sueldos del Banco Macro como ya se mencionó) puede verse en la siguiente tabla:

	Ponderadores	Cantidad en rango	Ponderado	Conteo Individuos	Monto disponible para inversiones (ARS)
Mujeres mayores de 60 / Hombres mayores a 65	0,4	469.312	187.725	182.456	\$ 567.185.158
Mujeres entre 55 y 59 / Hombres entre 55 y 64	0,75	1.196.097	897.073	897.073	\$ 3.234.205.980
Entre 25 y 54	0,9	6.825.816	6.143.234	4.015.086	\$ 10.334.364.237
Entre 14 y 24	1	706.994	706.994	0	\$ -
		Total	7.935.026	5.094.615	\$ 14.135.755.374,53

Tabla N° 19

Se parte de los 7.935.026 millones de individuos a los que se había arribado anteriormente, y tomando la base de cuentas sueldos del banco Macro se analiza la probabilidad de que el determinado segmento de edad (por ejemplo, de 25 a 54 años) supere el sueldo mínimo de corte asumiendo una distribución normal de ingresos. Con esta probabilidad se arriba al conteo de individuos que participarían en una inversión financiera, el cual da un total de 5.094.615. Mientras que el monto disponible para inversiones surge de multiplicar el conteo de individuos por el monto promedio de ingresos en el segmento de edad determinado y de asumir que lo disponible para inversiones será el 20% del ingreso (es un *benchmark* de mercado de cuánta plata queda como *floating* en las cuentas sueldo en promedio). Otro factor que se contempló para arribar al monto disponible para inversiones es cuantas personas estarían dispuesta a realizar una inversión dado que superaron el sueldo mínimo de corte, como vimos en Estados Unidos este porcentaje era de 80% pero tal como se dijo el argentino promedio no está acostumbrado a realizar inversiones, por lo que para el mismo nivel de sueldo de corte se asumió un 60% como la probabilidad de que realice alguna inversión. De este modo el monto disponible para realizar inversiones financieras es de 14.135.755.375 ARS a diciembre 2016 o 891.845.765 USD, los que si ajustamos por la inflación acumulada del año 2017 (8,3% a abril) nos da un total de 15.309.023.071 ARS o 992.803.052 USD. Cabe aclarar que todas estas cifras son mensuales, en términos anuales estamos hablando de un monto de 11.913.636.630 USD.

Esto nos arroja tres posibles escenarios respecto a qué porcentaje de este monto disponible termina volcándose a una campaña de financiamiento colectivo de manera anual y expresada en dólares estadounidenses puede verse en la siguiente tabla:

Escenarios	Monto (USD)
Pesimista (1%)	\$ 119.136.366,31
Esperado (5%)	\$ 595.681.831,54
Optimista (10%)	\$ 1.191.363.663,08

Tabla N° 20

Si comparamos con el activo financiero más popular del momento, las Lebacs, estas tenían un stock en circulación de 720 mil millones de ARS a abril de acuerdo al siguiente grafico del BCRA:

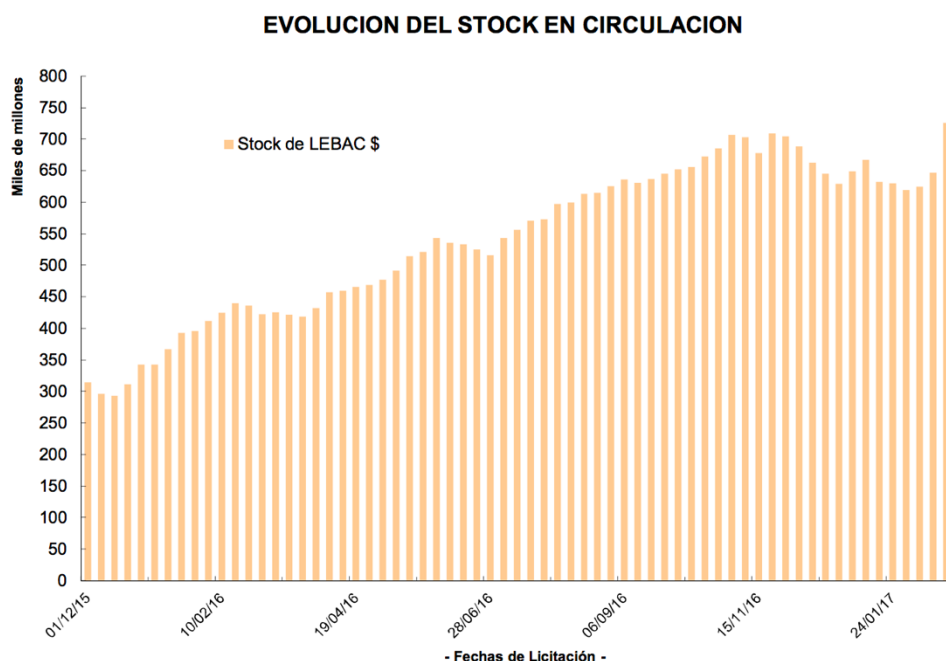


Gráfico N° 30 - Fuente: BCRA, Reporte de licitación abril 2017.

Este monto compara bien con el monto que se estimó para el financiamiento colectivo, que, en pesos en el escenario más esperado, asciende a 9.185.413.834 ARS, lo cual representa un 1,27% del actual stock de Lebacs. El monto también está alineado con la estimación del Banco Mundial que presentamos en la sección anterior, la cual estimaba para 2025 un monto total de 11.000 millones de USD para Latinoamérica y el Caribe, por lo que nuestra estimación representa el 5% de dicho monto, lo cual es más que posible.

Indicadores del impacto en la economía real de Argentina

Como primera medida se intentará estimar la cantidad de empleos nuevos que se generarán gracias al financiamiento colectivo, que en definitiva es lo que más le importa al actual gobierno y por ese motivo fue que le allanó el camino con la Ley de Apoyo al Capital Emprendedor.

Para hacer esta estimación se toma como monto promedio para iniciar una *startup* la cifra de 250.000 USD. Se estima que cada emprendedor o grupo de emprendedores que inician un proyecto son capaces de juntar 50.000 USD entre fondos propios y fondos de amigos y familiares, por lo que requerirían del financiamiento colectivo para que su emprendimiento crezca son 200.000 USD. Tomando el escenario más esperado como referencia, se tiene un monto disponible para inversiones en financiamiento colectivo de 595.681.831,54 USD, lo que asumiendo que se distribuyen proporcionalmente en las distintas campañas generadas, nos indica que podrían generarse 2.978 nuevas empresas. En sus inicios las empresas cuentan con pocos empleados, lo lógico sería pensar que tengan en promedio 5 empleados cada una, con un máximo de 10 empleados para su primer año, cifra que podría luego incrementarse considerablemente si el proyecto tiene éxito. Con estas cifras los nuevos empleos generados podrían ser entre 14.890 y 29.780. Cabe destacar que estos son empleos directos, y podrían crearse también nuevos empleos en el ecosistema que soporta al financiamiento colectivo, nos referimos a los empleados que trabajaran en las nuevas organizaciones que se dediquen a administrar las plataformas sobre las que se publicaran las campañas de *crowdfunding*.

Este monto de empleos directos que podrían generarse representa entre un 0,87% y 1,75% sobre los 1.701.000 millones de argentinos que actualmente se encuentran desocupados. Es evidente que semejante número de nuevas empresas tendrá un impacto positivo en el producto bruto interno (PBI) del país, exactamente cuánto será dicho aumento es una estimación muy grande sin tener información sobre las características y estados contables de las nuevas empresas que surgirán.

Por último, las nuevas empresas que nazcan contarán con un menor WACC (weighted average cost of capital) del que tendrían si no tuvieran acceso a este método de financiamiento. Por el simple hecho de que el financiamiento colectivo, bajo la modalidad en la que fue reglamentado recientemente, permite que los emprendedores salgan a buscar financiamiento ya sea en base a deuda o *equity* pero siempre mediante procesos licitatorios en los cuales puede asegurarse de contraer obligaciones al menor costo de fondeo posible o emitir acciones al precio más alto posible.

Aporte del reciente blanqueo de capitales

En el mes de abril del corriente año se dio por finalizado el llamado sinceramiento fiscal que jugó el rol de posibilitar a los argentinos que tuvieran capital o inmuebles sin declarar, poder hacerlo pagando una determinada alícuota al fisco.

Las alícuotas que se debían pagar eran dependiendo del monto a blanquear, el momento en el cual se hiciera la integración de los fondos y de qué manera se realizaba la misma. Los que deseaban sincerar, en efectivo, una cifra superior a los \$800.000 deben pagar un impuesto especial del 10% sobre el monto que no incluya inmuebles, para los que la alícuota es del 5%, si ingresan antes del 31 de diciembre de 2016 y del 15% si

postergan su decisión al primer trimestre de 2017. Para quienes declaren un monto inferior a los \$305.000, el blanqueo no tiene costo, mientras que el impuesto será del 5% cuando lo declarado se encuentre dentro del rango entre \$305.000 y \$800.000.

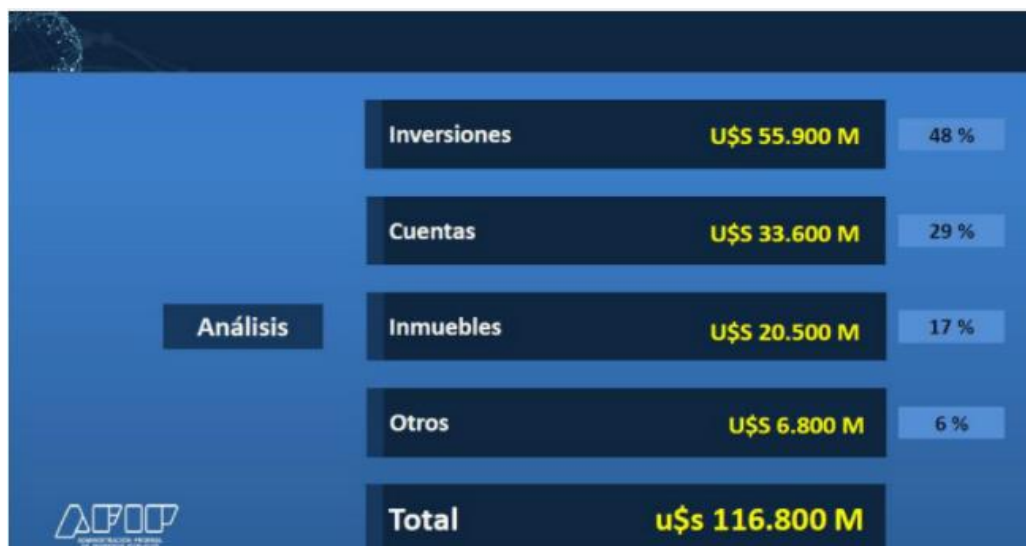
Las alternativas para la integración de los fondos y su posterior pago, además del pago en efectivo eran cuatro. La primera opción que estaba vigente hasta el 30 de septiembre de 2016 consistía en suscribir un bono en dólares a tres años, sin interés, no negociable e intransferible hasta su vencimiento, sin el pago de alícuota alguna más que el costo de tener el dinero inmovilizado en un bono que no devenga intereses. La segunda, que vencía el 31 de diciembre de 2016, consistía en suscribir un bono a siete años con cupón del 1% anual, no negociable e intransferible por los primeros cuatro años, y que permitía blanquear el monto suscripto incrementado en dos veces. Esta opción tampoco involucraba el pago de una alícuota, pero la misma estaba implícita en el bajo cupón que devenga el bono que es considerablemente menor a lo que rinde un bono similar en el mercado.

Además, estaba la opción de hasta el 31 de marzo de 2017, suscribir el dinero a Fondos Comunes de Inversión que tengan por objeto invertir en determinados sectores de la economía (tales como el sector inmobiliario, el agro y el sector energético). Por último, el gobierno ofrecía la posibilidad de pagar la alícuota con bonos en lugar de en efectivo. Los únicos dos bonos aceptados eran el Bonar X y el Global 2017, que eran todos a su valor nominal.

Los resultados obtenidos superaron ampliamente las expectativas iniciales del gobierno, ya que el mismo alcanzó la cifra de 116.800 millones de USD, lo que representó un ingreso para el fisco de 148.000 millones de ARS. Este nivel de recaudación ubico al sinceramiento fiscal efectuado por Argentina como el más exitoso de la historia, ya que la recaudación representa 1,8% del PBI, dejando atrás a Indonesia que había logrado alcanzar una recaudación equivalente al 0,9% de su PBI. Gracias al monto sincerado la base imponible se duplicó, ascendiendo de 116.000 millones de ARS a 226.000 millones de ARS.

El éxito del blanqueo se debió en gran medida a la mayor confianza que inspira el nuevo gobierno de Mauricio Macri, pero ayudada también por el creciente temor a las restricciones que se han establecido en el último tiempo en el plano internacional para mantener activos no declarados fuera del país. Se aprovechó el marco de mayor intercambio de información fiscal entre un importante número de países, de manera de evitar que el dinero "negro" se vuelque a operaciones delictivas relacionadas con el terrorismo o el narcotráfico. La confianza en el gobierno no es total, ya que del monto total sincerado el 80% (93.300 millones de USD) quedó en el exterior y solamente el 20% (23.500 millones de USD) ingresó al país.

Analizando en mayor detalle las cifras finales que arrojó el blanqueo, la AFIP indicó que sobre el total exteriorizados 55.900 millones de USD corresponden a bienes, 33.600 millones de USD a cuentas, 20.500 millones de USD a inmuebles y 6.800 millones de USD a otras inversiones, entre automotores, aeronaves, embarcaciones, obras de arte, metales preciosos y joyas.



Cuadro N° 12 - Fuente: Presentación Ministerio de Hacienda en base AFIP.

Haciendo foco sobre las inversiones apenas un 2%, 900 millones de USD, están en el país y 55.000 millones de USD se encuentran en el exterior. El 30% en Estados Unidos, el 26% en Suiza y 15% en Gran Bretaña.



Cuadro N° 13 - Fuente: Presentación Ministerio de Hacienda en base AFIP.

De las cuentas se indicó que 7.700 millones de USD están radicados en el país y 25.900 millones de USD en el exterior: el 45% en Estados Unidos, el 32% en Suiza y el 9% en Uruguay.



Cuadro N° 14 - Fuente: Presentación Ministerio de Hacienda en base AFIP.

Para intentar cuantificar cuánto dinero proveniente del blanqueo de capitales puede llegar a destinarse a alguna forma del recientemente reglamentado financiamiento colectivo, debemos considerar dos categorías, las inversiones que se sinceraron y el dinero en cuentas de ahorro dentro del país. Por el lado de las inversiones sinceradas lo lógico sería considerar únicamente el 2% de las mismas que se encuentra efectivamente en el país podrían llegar a reubicarse hacia *crowdfunding*, ya que no sería muy razonable pensar que las inversiones que están en el exterior se volcaran al país para invertir en un proyecto de financiamiento colectivo. El 2% disponible en el país representa 900 millones de USD, los cuales se encuentran invertidos en activos como acciones, bonos y fondos comunes de inversión. Siendo conservador un 5% podría volcarse a alguna forma de *crowdfunding*, lo que representan 45 millones de USD.

El mismo razonamiento puede hacerse para el monto en cuentas de ahorro que fue sincerado que se encuentra en el país, el cual ascendió a 7.700 millones de USD. Se considera que los 25.900 millones de USD que se encuentran en cuentas en el exterior no se volcaran al país, o al menos no hacia proyectos de financiamiento colectivo. Entonces los 7.700 millones de USD, que son fondos que se declararon en efectivo antes del 31 de diciembre de 2016 y se liberaron a partir de abril 2017 con el grueso siendo liberado en mayo 2017, van a dividirse entre inversiones en inmuebles e inversiones financieras. Las estimaciones respecto de adónde se volcará esta suma de dinero son contrapuestas entre las estimaciones hechas por las entidades financieras y las agencias inmobiliarias.

Por un lado, las entidades financieras estiman que la mayor parte de los fondos se volcaran a compra de inmuebles ya que el monto promedio sincerado fue de 70 mil USD lo cual puede servir como una buena base para luego con la adición de un préstamo en base UVA, poder acceder a comprar una vivienda. También estiman que se vuelquen a la compra de autos y en menor medida a bonos y letes en dólares.

Por el contrario, en el mercado inmobiliario no son tan optimistas, desde *Reporte Inmobiliario*, agencia encargada de llevar estadísticas relevantes del sector, estimaron que únicamente un 5% de los fondos que se liberaron en mayo pueden volcarse a la compra de inmuebles. El principal fundamento de esta estimación es que hoy en día invertir en inmuebles no resulta rentable. Esto es debido a que el costo de la construcción se encuentra en su techo histórico en dólares, debido a que el tipo de cambio está atrasado y los costos en pesos crecen de la mano con la inflación. Además, los precios de venta en dólares se encuentran también en su máximo de los últimos 10 años mientras que la renta por alquiler está en piso histórico. Los precios de venta en dólares aumentaron gracias al exponencial incremento que tuvieron los desembolsos de préstamos en base a la Unidad de Valor Adquisitivo (UVA), que debutaron en el mercado en abril 2016 y están mostrando un crecimiento mes a mes, ya que al ser ajustados por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) las cuotas que debe pagar el tomador del préstamo no resultan tan elevadas. A continuación, se muestra el gráfico de evolución de préstamos en base UVA desde su lanzamiento en Abril 2016:

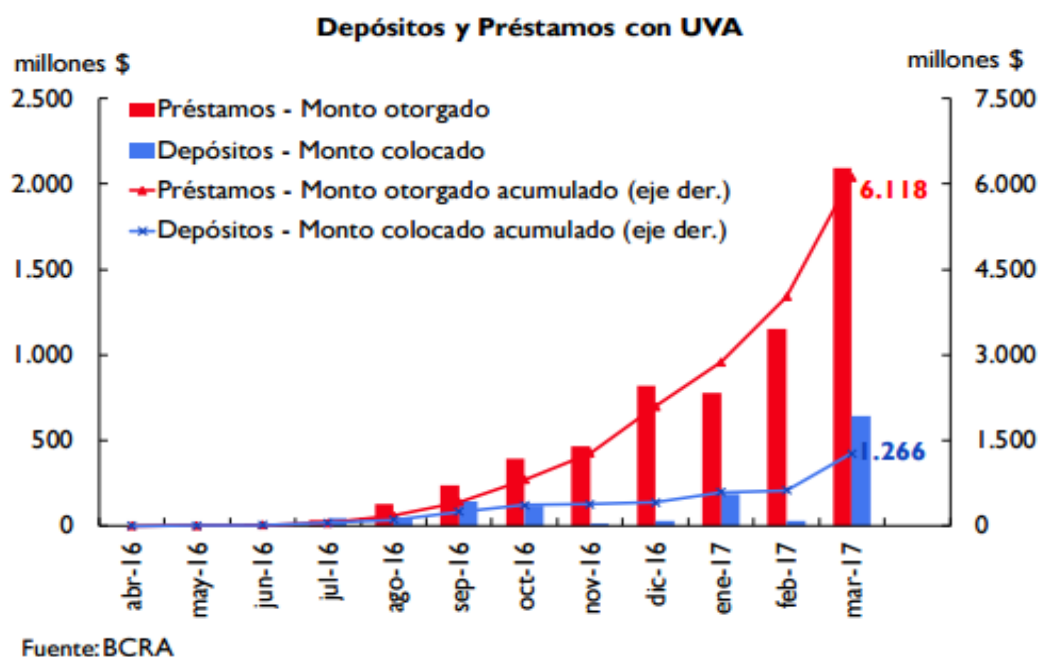


Gráfico N° 31

Continuando con el análisis, se decide tomar una postura entre medio de ambas estimaciones. No considero que únicamente el 5% de los 7.700 millones de USD vayan a volcarse a compra de inmuebles, ya que el mercado de préstamos en base UVA puede ser el instrumento que ayude a canalizar los fondos sincerados por los pequeños ahorristas (70 mil dólares en promedio como ya se mencionó). De este modo veo el porcentaje que se volcará a la compra de inmuebles más cercano al 25%.

Otra porción creo que se destinará a la compra de autos, principalmente cero kilómetros, esta porción la estimo en 5%. La estimación surge de analizar la cantidad de autos patentados durante el 2017 y ver que en lo que va del año, en todos los meses hubieron

más patentamientos que en el mismo mes del año 2016. El siguiente gráfico muestra la evolución de la cantidad de autos patentados en 2016 comparado al corriente año:

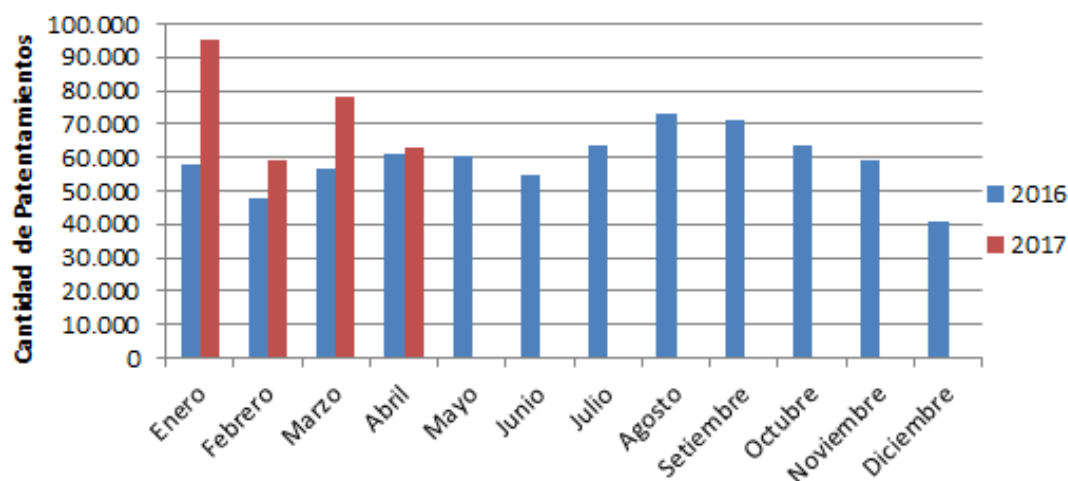


Gráfico N° 32 - Fuente: Elaboración propia en base a datos de ACARA.

En lo que va del 2017, se patentaron 295 mil autos, mientras que en igual periodo del año pasado se llevaban patentados 223 mil autos, por lo que 2017 evidencia un incremento de 32,29%. Al tomar un 5% de los 7.700 millones de USD, se obtiene un monto de 385 millones de USD, que pasado a pesos al T/C minorista del día 22/05/2017 de 16,1, representan 6.198 millones de ARS. Tomando el precio promedio de los autos que se patentan en 300 mil pesos se obtiene que la cantidad de autos que se patentaran con fondos del blanqueo sean 20 mil. Dicha cifra no es para nada disruptiva, ya que por ejemplo haría que los autos patentados de abril lleguen a los niveles registrados en marzo.

Por último, estimo que un 65% de los 7.700 millones de USD se destinará a inversiones financieras, como lo son acciones, bonos y fondos comunes de inversión, quedando un 5% sin asignar y que permanecerá como liquidez en los bancos. El 65% de los fondos representan algo más que 5.000 millones de USD. Tomando el mismo criterio que se utilizó para las inversiones, se considera que el 5% de los 5.000 millones de USD podrían destinarse para participar en un proyecto de financiamiento colectivo, lo que da un monto de 250 millones de USD. De este modo el monto total que podría volcarse a proyectos de financiamiento colectivo es de 250 millones de USD más 45 millones de USD, para totalizar 295 millones de USD, cifra que representa un 0,25% del monto blanqueado en todo concepto.

Uno de los impedimentos que existen para que efectivamente estos 295 millones de USD se vuelquen a alguna campaña de financiamiento colectivo, es el hecho de que aun el mercado de *crowdfunding* no está disponible ya que, a la fecha, mayo 2017, la CNV aún no emitió la reglamentación que aplica a todos los involucrados en la industria (inversores, emprendedores y plataformas *online*). Por lo que el hecho que aún no esté

disponible puede hacer que los fondos desembarquen en alguna otra forma de inversión financiera. Otra gran barrera de entrada para estos fondos, es la escasa publicidad que tiene en el país el financiamiento colectivo en sí mismo y más aún como instrumento de inversión. Va a llevar tiempo para que los inversores se familiaricen con la metodología ya que se parte de un nivel de prácticamente completo desconocimiento del mismo.

Cabe destacar que para que estos impactos puedan darse, la CNV debe primero reglamentar la nueva ley de Fomento al Capital Emprendedor, lo que a fines de mayo 2017 aún no había hecho. En ella debe definir el marco en el cual se regirá la operatoria y definir los límites y atribuciones que tendrán las plataformas *online* que decidan operar como tales.

Conclusión

Los beneficios del financiamiento colectivo para la economía argentina son diversos. El más relevante de ellos por su implicancia y que además resulta cuantificable, es el potencial para generar hasta 30 mil nuevos puestos de trabajo. Crear trabajo de calidad, representa uno de los principales objetivos del actual gobierno. Perseguir esta meta hasta lograrla, es la única manera de reducir gradualmente la marcada brecha social que hoy en día existe y corregir la delicada situación económica del país.

Además, permitiría que los nuevos emprendimientos alcanzaran la categoría de *PyMES*, verdadero motor de la economía y del crecimiento del país. Nuestras *PyMES*, representan el 96% de las 520.000 empresas del país, pero sólo aportan el 40% al PBI, en contraste con el 60% del aporte que hacen en los países desarrollados. A la vista de estos datos, el margen de mejora existe y el financiamiento colectivo es un buen instrumento para lograr el crecimiento masivo de *startups* hacia *PyMES*. Aun sabiendo que no todos los emprendimientos alcanzarán el crecimiento necesario, y otros tantos habrán fracasado, en la balanza general, el impacto en la economía real será positivo. El no haber podido consolidar un modelo de negocios o que el mercado no respondiera a las estimaciones del emprendedor, no opaca el hecho de que fueron exitosos al momento de gestionar una campaña de financiamiento colectivo para dar los primeros pasos. La memoria de que fue este método de financiamiento el que les permitió lanzarse como emprendedores, resulta de un valioso recurso que tendrán en cuenta para futuros proyectos. Esto no es algo menor, el financiamiento colectivo está llamado a llenar un gran vacío en cuanto a métodos de financiamiento para emprendimientos en la Argentina. Hoy en día es prácticamente nulo el crédito que dan los bancos a proyectos en etapas iniciales, por lo que luego de agotar la vía de obtener fondos de amigos y familiares, los emprendedores terminan recurriendo casi en la totalidad de los casos a tomar un préstamo personal a tasas desfavorables.

El tamaño potencial del mercado de financiamiento colectivo en la argentina, arroja un total de 595 millones de USD al año. Como ya se dijo es una cifra pequeña en comparación con otros instrumentos financieros del mercado argentino, pero que tiene gran potencial de crecimiento. La cifra es hipotética y conservadora por dos motivos: En primer lugar es hipotética ya que aún el instrumento no está reglamentado por la CNV, entidad en la que la Ley de Apoyo al Capital Emprendedor delegó la facultad de regular y reglamentar la operatoria. En segundo lugar, por el hecho de que el método de *crowdfunding* es relativamente nuevo, apenas han pasado 10 años desde su creación. Recién se está popularizando en los últimos años en los países desarrollados, por lo que en países como el nuestro es muy bajo el porcentaje de la población que conoce dicha metodología. Lograr que éste método se instale en la gente, llevará tiempo, y más aún que confíen en él tanto como para invertir su dinero. Además, debido a que la Argentina no cuenta con un mercado financiero muy profundo como otros países de la región, — como lo son Brasil y Chile—, sus habitantes no tienen incorporado en su cultura el

realizar inversiones financieras, más allá del hecho de comprar dólares que atesoran en su casa o en cajas de seguridad, o realizar un plazo fijo sin riesgos. De este modo aprendido buscan protegerse de una posible devaluación.

Recientemente, se suscitaron dos hechos que podrían ayudar a profundizar el mercado financiero Argentino, e ir creando la cultura de la inversión en la población: la Ley de Reforma del Mercado de Capitales —que aun continua frenada en el congreso—, que impulsa el ahorro en el mercado de capitales, y el hecho de que en Junio de 2017, la Argentina pueda ser re categorizada por *Morgan Stanley*, para su mercado de acciones, desde su actual calificación de “mercado de frontera” a “país emergente”. De concretarse esta nueva categoría para el país entraría en vigencia en 2018 y traería aparejado la llegada de unos 1.000 millones de USD a la plaza local, producto de los fondos que replican la composición del índice de *MSCI*, elaborado por *Morgan Stanley*.

Por otro lado, para instalar el conocimiento acerca de la metodología de financiamiento colectivo, debería efectuarse un trabajo conjunto entre el gobierno nacional y las organizaciones que deseen establecerse como plataformas *online*, para promocionar y difundir las virtudes del nuevo método de fondeo.

El aporte del reciente blanqueo de capitales es potencialmente significativo, ya que podrían volcarse a campañas de financiamiento colectivo, —al menos por única vez— aproximadamente 300 millones de USD. Además, para que este monto pudiera materializarse, es condición indispensable la rápida puesta en marcha del sector emprendedor de modo tal, que el terreno esté apto una vez que la CNV reglamente la operatoria y surjan las primeras plataformas, que harán de nexo entre los posibles inversores y los emprendedores.

El gobierno Nacional dio el primer paso al promover la Ley de Apoyo al Capital Emprendedor con la que demuestra que tiene como una de sus prioridades el surgimiento de emprendedores con ideas innovadores que colaboren a cambiar el estancamiento del país, tanto con los productos y servicios que brinden sus empresas, y primordialmente, con los puestos de trabajo que se generen. Si bien esta ley es fundamental, ya que establece la figura del financiamiento colectivo por primera vez en un marco jurídico, hay otros factores que deben darse para que este método tenga éxito.

Debe desarrollarse un ecosistema en torno a la operatoria. En primer lugar, el marco regulatorio debe priorizar en todo momento la seguridad de los inversores, para que estos perciban la solidez de la industria y confíen en ella con rapidez. En segundo lugar, juega un factor fundamental el nivel de penetración del internet en el país y más aún el uso de redes sociales. Es a través de ellas que se promocionan las campañas de *crowdfunding* y toda la operatoria se basa en plataformas que operan exclusivamente mediante páginas web. En la Argentina, este factor está dado, ya que el 89% de los consumidores de internet manejan las redes sociales, lo que asciende a un total de 24 millones de usuarios activos por mes. En tercer lugar, por más que suena una redundancia deben existir plataformas *online* que son el corazón de la industria, las

mismas deben estar bien reguladas y deben cumplir el rol de capacitar a los inversores y analizar los proyectos de los emprendedores, antes de ser publicados en su sitio web. Dichas plataformas deben jugar el rol de intermediarias y facilitadoras para la obtención de fondeo por parte de los emprendedores. Por último, la presencia de incubadoras y aceleradoras de proyectos, resulta fundamental para guiar y potenciar emprendimientos que tengan gran capacidad de crecimiento y un posible impacto relevante para el país. Dichas instituciones fueron promovidas con la reciente ley sancionada por el gobierno, quien se comprometió a otorgar licencia por 4 años a 13 aceleradoras, de las cuales 10, serán para fomentar proyectos en innovación tecnológica.

Todo parece indicar que los factores necesarios para el éxito de la nueva operatoria están dados, con la salvedad de la creación de las plataformas, sobre las que se realizarán las operaciones. Sería esperanzador que cuando la industria de financiamiento colectivo esté en marcha, no pasara mucho tiempo hasta que proyectos exitosos —como el caso *BlueSmart* y *Hickies*— pudieran buscar las primeras rondas de financiamiento en Argentina, a través del financiamiento colectivo, en lugar de tener que hacerlo en el exterior. Estos nuevos emprendimientos podrían iniciar sus operaciones en el país, generando puestos de trabajo de calidad y luego ampliar su operatoria, comenzando a exportar sus productos y abriendo sedes en el exterior.

Si bien el financiamiento colectivo tiene un gran potencial para ayudar al crecimiento de emprendimientos que logran crecer y convertirse en pequeñas empresas, es una operatoria que conlleva ciertos riesgos. Existen riesgos asociados al hecho de tratarse de una inversión financiera: riesgo de crédito del emprendedor, riesgo de dilución del inversor, en el caso del financiamiento en base a *equity* y el hecho de que se trata de un mercado ilíquido por lo que las estrategias de salida son lejanas, siendo lo más probable que el inversor recupere su capital, o parte del mismo, luego de una quiebra de la empresa responsable del proyecto. Además, por el hecho de que toda la operatoria se da en un entorno *online*, ocasiona otros peligros: que la plataforma deje de estar operativa o que la misma sufra un ciberataque que ocasione el robo de información sensible, como lo es la identidad e información financiera de los inversores. Estos riesgos deben darse a conocer claramente a los inversores y deben ser considerados por todos los interesados de participar de la naciente industria.

Finalmente, quiero comentar que tal vez el principal desafío provenga del lado del financiamiento colectivo en base a *equity* y no así en el que es en base a deuda. Este último ya tiene antecedentes similares en el país, como es el caso de Afluenta, que actúa de intermediaria para unir prestamistas y tomadores de préstamos personales. Es lo que ellos denominan finanzas colaborativas, y que los ha hecho alcanzar la cifra de 250 millones de pesos en préstamos desembolsados, desde su lanzamiento en 2012. Por el lado del financiamiento colectivo en base a *equity*, además de los considerables riesgos de iliquidez y dilución, que pueden espantar a ciertos inversores, se presenta el tema de que las empresas argentinas históricamente han optado por emitir deuda y no *equity*, con la idea de no perder la participación en su propia empresa. Será interesante

ver como ayuda el financiamiento colectivo a ir cambiando este paradigma y ver si como argentinos, podemos tornarnos más asociativos en pos de fomentar el crecimiento de las empresas y en última instancia de la economía del país.

Habiendo dicho esto, puedo concluir que el *crowdfunding* es sin lugar a dudas el método de financiamiento del futuro, que en muchos países ya está siendo presente, el cual viene a suplir una necesidad de obtención de fondos para empresas que están dando sus primeros pasos. El potencial en cuanto a monto estimado de mercado y factores claves para que este nuevo método de financiamiento sea exitoso, está dado casi en su totalidad en nuestro país. La industria queda a la espera de la reglamentación de la CNV para que luego comiencen a surgir las primeras plataformas, y los primeros emprendedores inicien la inscripción de sus proyectos en las mismas, en busca de fondos para materializar sus ideas.

Si bien considero que el financiamiento colectivo tendrá un impacto más que positivo en la economía Argentina, el mismo, no se hará evidente en lo inmediato, sino en el mediano plazo. Sin dudas, vamos en la dirección correcta, sumándonos a una tendencia global que busca democratizar el fondeo a emprendimientos, y que ya ha dado origen a grandes empresas en todo el mundo. Son ellas, en definitiva, las que más aportan, no sólo en términos de PBI, sino fundamentalmente en la generación de empleos de calidad para la población.

Bibliografía

Crowd Expert. “*Crowdfunding Industry Statistics*”, 2015.

Cronista. “*Como financiarse de forma no tradicional*”, Buenos Aires, Argentina, 26 de junio de 2014.

Huffpost. “*2000 Global Crowdfunding sites to choose from by 2016: Top 5 Growth Indicators*”, Nueva York, Estados Unidos, 22 de octubre de 2016.

International Organization of Securities Commissions (IOSCO). “*Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*”, Madrid, España, 2014.

Finance and Private Sector Development Department, World Bank. “*Crowdfunding’s Potential for the Developing World*”, Washington, Estados Unidos, 2013.

Ministerio de Producción de Argentina. “*Ley de Fomento al Capital Emprendedor*”, Buenos Aires, Argentina, 28 de marzo de 2017.

Cronista. “*Cuáles son los beneficios fiscales que ofrece la nueva Ley de PyMES*”, Buenos Aires, Argentina, 12 de abril de 2017.

Trading Economics. “*Argentina’s GDP per capita PPP*”, 2015.

La Nación. “*Las PyMES serán jugadores clave del futuro*”, Buenos Aires, Argentina, 10 de agosto de 2015.

Forbes. “*Trends show crowdfunding to surpass VC in 2016*”, Nueva York, Estados Unidos, 9 de junio de 2015.

La Izquierda Diario. “*La desregulación bancaria y el avance sobre la banca pública*”, Buenos Aires, Argentina, 15 de septiembre de 2016.

Ámbito. “*El crédito cae a solo el 13% del PBI, el más bajo de la región*”, Buenos Aires, Argentina, 6 de octubre de 2014.

La Nación. “*Qué opciones son las más convenientes para adherir al blanqueo fiscal*”, Buenos Aires, Argentina, 31 de julio de 2016.

BCRA. “*Publicaciones Estadísticas, Informe Monetario*”, Buenos Aires, Argentina, marzo 2017.

BCRA. “*Publicaciones Estadísticas, Informe de Bancos*”, Buenos Aires, Argentina, marzo 2017.

Econolatin, UTDT. “*Argentina: ¿comienza la reactivación?*”, Buenos Aires, Argentina, abril 2017.

Centro de Estudios Latinoamericanos (CESLA). “*Informe economía argentina*”, enero 2017.

Centro de Investigación y Formación de la República Argentina. “*Informe de coyuntura económica*”, Buenos Aires, Argentina, febrero 2017.

Banco Interamericano de Desarrollo (BID). “*Los retos para aumentar el acceso al crédito y los servicios bancarios*”, Cartagena de Indias, Colombia, agosto 2006.

Afluenta. “*Estadísticas, infografías y descripción de operatoria*”, Buenos Aires, Argentina, 2017.

Infobae. “*Facebook domina las redes sociales en la argentina*”, Buenos Aires, Argentina, 29 de julio de 2014.

La Nación. “*Hay 24 millones de usuarios de Facebook en Argentina*”, Buenos Aires, Argentina, 22 de agosto de 2014.

Info Technology. “*BlueSmart en primera persona, la historia detrás de la valija inteligente*”, Buenos Aires, Argentina, 26 de enero de 2016.

Indiegogo. “*Estadísticas y campaña de BlueSmart*”. Marzo 2017.

El Federal. “*Hickies, el invento argentino que destronó los cordones*”, Buenos Aires, Argentina, 2016.

Kickstarter. “*Estadísticas y campaña de Hickies*”. Marzo 2017.

Center for Operations Research and Econometrics. “*The Economics of crowdfunding platforms*”. Belgica, 2015.

Crowdfund Insider. “*Crowdfunding is impacting the global economy*”, Estados Unidos, 29 de Julio de 2015.

Telegraph. “*Crowdfunding is good for our economy so we should be able to live with a few failures*”, Reino Unido, 15 de febrero de 2016.

Ernst & Young. “*EY Global venture capital trends 2015*”. Estados Unidos, 2016.

Forbes. “*What is crowdfunding and how does it benefit the economy*”, Nueva York, Estados Unidos, 27 de noviembre de 2012.

Ámbito. “*El blanqueo de capitales alcanzo los 116.800 millones de USD*”, Buenos Aires, Argentina, 4 de abril de 2017.

Ámbito. “*Blanqueo: los cinco cambios que aparecen el día después*”, Buenos Aires, Argentina, 3 de abril de 2017.

Clarín. “*Donde irán a parar los 7.000 millones de USD del blanqueo*”, Buenos Aires, Argentina, 1 de mayo de 2017.

Emprenderalia. “*Como financiar tu startup*”, 2016.

Startup Buenos Aires. “*Seis maneras de financiar una startup*”, Buenos Aires, Argentina, 9 de septiembre de 2016.

El Economista. “*Como financiar una startup en cuatro fases: desde los familiares al capital riesgo*”, España, 16 de junio de 2016.

Crowd101. “*Crowdfunding investment exit strategies*”, Estados Unidos, 20 de Julio de 2016.

Ministerios de Trabajo de Argentina. “*Estadísticas generales de base de trabajadores*”, Argentina 2017.

IERAL. “*Los problemas del mercado laboral requieren un abordaje integral: algunas alternativas de política*”, Buenos Aires, Argentina, 7 de febrero de 2017.

Infobae. “*Desigualdad en Argentina, el 20% de los hogares concentra la mitad de los ingresos*”, Buenos Aires, Argentina, 5 de enero de 2017.

Cronista. “*Según un estudio 1 de cada 4 personas no declara sus ingresos al INDEC*”, Buenos Aires, Argentina, 22 de mayo de 2017.

BCRA. “*Publicaciones Estadísticas, informe sobre el sistema financiero*”, Buenos Aires, Argentina, marzo 2017.

Infobae. “*La mitad de la población activa tiene problemas de empleo*”, Buenos Aires, Argentina, 7 de febrero de 2017.

Clarín. “*Radiografía del salario y empleo en la Argentina*”, Buenos Aires, Argentina, 6 de noviembre de 2016.

Anexos

Cuentas Sueldo en el Sistema Financiero Argentino

Privados y Públicos:

Pago de Remuneraciones mediante Acreditación Bancaria	Dic-2014	Dic-2015	Nov-2016	Dic-2016
Cantidad de Cuentas	7.806.818	8.558.428	8.663.184	8.895.770
Cantidad de Empresas	164.509	187.741	198.234	205.517

Bancos Privados:

Pago de Remuneraciones mediante Acreditación Bancaria	Dic-2014	Dic-2015	Nov-2016	Dic-2016
Cantidad de Cuentas	5.331.680	5.379.143	5.298.067	5.459.034
Cantidad de Empresas	149.811	164.104	173.786	179.983

Banco Santander Rio 15,3%:

Pago de Remuneraciones mediante Acreditación Bancaria	Dic-2014	Dic-2015	Nov-2016	Dic-2016
Cantidad de Cuentas	776.649	804.872	810.916	836.885
Cantidad de Empresas	28.668	32.130	35.232	37.045

Bancos Galicia 14,49%:

Pago de Remuneraciones mediante Acreditación Bancaria	Dic-2014	Dic-2015	Nov-2016	Dic-2016
Cantidad de Cuentas	758.514	781.067	779.651	791.252
Cantidad de Empresas	28.291	32.270	35.035	35.631

Banco Macro 11,77%:

Pago de Remuneraciones mediante Acreditación Bancaria	Dic-2014	Dic-2015	Nov-2016	Dic-2016
Cantidad de Cuentas	589.199	573.588	641.544	642.791
Cantidad de Empresas	13.227	13.910	15.293	15.365

Infografía sobre Afluenta

